

信用等级公告

联合[2012] 680 号

联合资信评估有限公司通过对花园集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

花园集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月三日



花园集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2012 年 12 月 3 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 月 9 月
资产总额(亿元)	33.76	39.73	46.31	53.04
所有者权益合计(亿元)	20.00	20.24	27.12	30.61
长期债务(亿元)	1.74	1.48	1.28	1.04
全部债务(亿元)	11.67	15.41	16.94	19.15
营业收入(亿元)	45.93	71.45	85.40	69.96
利润总额(亿元)	4.23	5.45	6.44	4.45
EBITDA(亿元)	5.42	6.68	8.08	--
营业利润率(%)	14.69	11.05	11.15	10.81
净资产收益率(%)	18.32	21.22	21.37	--
资产负债率(%)	40.78	49.04	41.44	42.29
全部债务资本化比率(%)	36.79	43.16	38.45	38.48
流动比率(%)	179.60	154.09	178.76	163.07
全部债务/EBITDA(倍)	2.15	2.30	2.10	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.39	10.04	9.65	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

赵 杰 田 甜

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对花园集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，具备原材料供应稳定、研发技术领先、市场占有率高，以及拥有一定定价权等方面的综合优势。近三年，公司业务多元化发展，资产与收入规模不断提升，整体盈利能力保持在较好水平。同时，联合资信也关注到公司主要原料价格波动大、建筑行业竞争激烈、房地产宏观调控等因素给公司经营发展带来的不利影响。

伴随中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级，医药产品实际消费增速加快，人们更加重视疾病预防与保健需求，维生素类生物医药的市场前景良好；长期来看，受益于城市化进程加快、保障房与新农村建设等因素，公司建筑业务发展良好，有助于支撑公司的经营及信用水平。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司是全球最大的维生素D₃生产供应商，原材料供应稳定，品牌知名度与市场占有率高，在产品价格上具有一定定价权。
2. 公司建筑资质较为齐全，项目储备充足。
3. 公司营业收入与利润规模保持增长。

关注

1. 原材料价格波动及劳动力成本攀升等因素对公司经营造成一定不利影响。
2. 建筑业竞争激烈，整体盈利水平低，受房地产市场的波动影响较大。
3. 公司经营板块较为分散，增加了管理的难度。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与花园集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与花园集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因花园集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由花园集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、花园集团有限公司主体长期信用等级自 2012 年 12 月 3 日至 2013 年 12 月 2 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

花园集团有限公司（以下简称“公司”或“花园集团”）是由邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司委员会共同投资组建的有限责任公司，于1995年1月16日在杭州市工商行政管理局登记注册，公司注册资本为5970.80万元人民币。经过多次股权转让与增资，2003年公司股东会决议同意股权变更，股东由原来的邵钦祥、东阳市南马镇花园村经济合作社及花园工贸集团有限公司工会委员会变更为邵钦祥、邵燕芳（邵钦祥之女）、邵燕青（邵钦祥之女），其中邵钦祥为实际控制人。2011年4月20日，公司增加注册资本55000万元，截至2011年底，公司注册资本为人民币10亿元。2012年5月14日，公司由“花园工贸集团有限公司”更名为“花园集团有限公司”。

公司经营范围：批发、零售：服装，电子产品，医药中间体，建筑材料，防盗产品，包装材料，装饰材料，机电设备，五金交电，百货，日用杂货；服务：建筑装璜（凭资质证书经营）；采购集团成员企业生产所需的原辅材料；进出口业务；含下属分支机构的经营围。

截至2012年9月底，公司总部下设总裁办公室、企业发展部、财务管理部、资金管理部、信息管理部、法律事务部、审计处、保卫处、人力资源部、报社、基建管理处、预决算办公室、动力设备管理处、车辆管理处、供水管理处、秘书科、行政管理科、党群办、企业文化研究中心和市场管理办公室等20个职能部门。

截至2012年9月底，公司共拥有5家一级子公司、17家二级子公司（详见附件1-3）。公司共有在职员工5481人。

截至2011年底，公司（合并）资产总额46.31亿元，所有者权益合计27.12亿元（其中少数股东权益1.99亿元）；2011年，公司实现营业收入85.40亿元，利润总额6.44亿元。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额53.04亿元，所有者权益合计30.61亿元（其中少

数股东权益2.52亿元）；2012年1~9月，公司实现营业收入69.96亿元，利润总额4.45亿元。

公司注册地址：杭州市下城区西湖铭楼3层301号房；法定代表人：邵钦祥。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

根据国家统计局公布的数据，2012年1~9月GDP实现353480亿元，同比增长7.7%。2012年1~9月份，固定资产投资（不含农户）256933亿元，同比增长20.5%，比1~8月份提高0.3个百分点，而其中中央项目投资同比增长2.3%；地方项目投资同比增长21.8%。1~9月，全国房地产开发投资51046亿元，同比增长15.4%，较1~8月回落0.2个百分点。总的来看，投资增速延续放缓态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年全年公共财政收入 103740 亿元，比上年增加 20639 亿元，增长 24.8%；其中税收收入 89720 亿元，增加 16510 亿元，增长 22.6%。2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元，同比增长 19.8%；用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。

货币政策方面，2011 年，央行货币政策较为频繁，年度内 6 次上调存款准备金率，3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》，2011 年年末，中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元，同比增长 13.6%，增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%，增速比上年低 4.1 个百分点，比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元，其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行，12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 8.01%，比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~9 月，央行 3 次下调存款准备金率，并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率，通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。截至 2012 年 9 月末，广义货币供应量(M2) 94.37 万亿元，同比增 14.8%，增速分别比上月

末和上年同期上升 1.3 和 1.8 个百分点；狭义货币供应量(M1) 28.68 万亿元，同比增长 7.30%，增速分别比上月末提高 2.8 个百分点。从信贷规模来看，9 月份人民币贷款余额 6232 亿元，同比多增 364 亿元，其中新增中长期贷款 2868 亿元，较上月继续小幅反弹，占总新增贷款的比重从上月的 17% 上升至 20%，信贷结构“短多长少”的局面略有改善。

产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》；2011 年 9 月 7 日，国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》；2011 年中央政府继续加强房地产调控，“国八条”、房产税试点改革先后落地，“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

三、行业及区域经济环境

1. 行业分析

公司业务板块较多，涉及行业包括维生素 D₃、建筑行业、进出口贸易行业、铜业、生态农业等多个板块，且各个业务板块收入占比较为平均，因此相关行业情况在本报告第六部分中随各业务板块分别分析。

2. 区域经济环境

公司本部位于浙江省。近三年，浙江省经济发展较快，生产总值保持增长，年均复合增长 18.39%。2011 年，浙江省生产总值为 32000 亿元，比上年增长 9.0%；人均 GDP 为 58665 元（按年平均汇率折算为 9083 美元），同比增

长 7.1%，居民消费价格比上年上涨 5.4%。2011 年，浙江规模以上工业增加值 10878 亿元，比上年增长 10.9%；实现销售产值 54427 亿元，增长 21.1%；完成出口交货值 10940 亿元，增长 12.3%；出口交货值占销售产值的比重为 20.1%，比上年下降 1.6 个百分点；全年规模以上工业企业实现利润 3080 亿元，比上年增长 9.9%。2011 年全年建筑业增加值 1869 亿元，比上年增长 13.9%；资质以上建筑企业利润总额 415 亿元，增长 19.2%；固定资产投资 14290 亿元，比上年增长 24.8%；全年房地产开发投资 4494 亿元，比上年增长 48.5%。

从外贸来看，近三年，浙江省进出口总额年均复合增长 28.38%；2011 年，浙江省进出口总额 3094 亿美元，比上年增长 22%，其中进口 930 亿美元，增长 27.3%；出口 2164 亿美元，增长 19.9%，出口总额在全国各省（自治区、直辖市）的排位由 2010 年的第 4 位提升到第 3 位。

总体看，公司所处的区域经济环境发展较快，外贸进出口总额保持增长，为公司产业发展以及进出口贸易发展提供了良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司股东由邵钦祥(股权占比60%)、邵燕芳(占比20%)、邵燕青(占比20%)三位自然人组成。公司的实际控制人为邵钦祥。

2. 公司规模及竞争力

花园集团是全国大型企业集团，目前有 22 家全资和控股公司，是全国文明乡镇企业和国家高新技术企业，曾名列“中国上规模民营企业 500 强”、“中国大企业集团竞争力 500 强第 141 位”、“2009 浙商全国 500 强第 143 位”、“中国企业自主创新强第 55 位”、“浙江省制造业百强企业第 27 位”，荣获“全国优秀乡镇企业开拓创新奖”和“全省民营企业参与新农村建设

贡献奖”。

维生素 D3（以下简称“VD3”）系列产品是公司的核心产品，其独特的生产工艺达到国际先进水平，并拥有自主知识产权。VD3 项目是“国家重点火炬计划项目”、“国家重点技术创新项目”以及“国家高科技产业化示范工程项目”；“花园”牌维生素 D3 是与中科院产学研结合的产物，生产技术和生产工艺处于国际领先水平，荣获“国家科技进步二等奖”和“中石化化工协会科技进步一等奖”。公司正致力于打造成为“世界最大的维生素 D3 上下游产品生产商”。目前，公司 VD3 年产能达 7100 吨，是全球最大的 VD3 生产厂家，约占全球供给的 45% 左右。

公司在国内维生素 D3 行业内率先通过了欧盟食品认证 FAMI-QS、ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、HACCP 食品安全管理体系 ISO / DIS 22000、犹太食品认证 OUKOSHER、清真食品认证 HALAL、职业健康安全管理体系 OHSAS18001。公司通过实施有效的成本控制管理，在保证产品质量的同时，降低产品成本，提高了市场竞争力。经过近 10 年的积累，“Garden”品牌在饲料、食品、医药保健等行业已经具有了较高的知名度。

公司维生素 D3 销量大，在国内外都拥有一大批优质的客户群体。公司依靠产品、服务和营销网络的优势赢得了客户的信赖，积累了法国安迪苏公司、德国巴斯夫公司、荷兰泰高集团、德国罗曼公司、ORFFA 公司、PROVIMI 公司、美国 AGD 公司等一大批优质稳定的客户资源。公司在产品价格上有一定的定价权，在国家标准制订上也有一定的话语权，公司在 2007 年参与制定了 VD3 油的行业标准，目前正在推动和参与食品添加剂 VD3 标准制订工作。

总体看，公司身为全球最大的维生素 D3 供应商，在行业内位于前列，市场占有率高，具有一定的产品定价权，综合竞争力较强。

3. 研发与创新

公司自成立以来，始终注重与科研机构的合作，并不断投入构建自身的研发平台，取得了一系列达到国际先进水平的技术成果。现公司的核心技术主要有维生素 D3 生产工艺、NF 级胆固醇生产工艺、25-羟基维生素 D3 生产工艺。

公司现设有两家省市级研发中心，有研发人员 44 人（其中博士 2 人，硕士 7 人），均具有丰富的实践经验和较高的研发及创新能力，并与中科院、浙江大学等科研院所保持密切的合作关系。

公司生物医药注重产品研发工作，在立足自主创新的同时先后与中国药科大学等十余个高等院校、科研机构建立了长期的协作关系。现在研品种 20 个，其中国家在审待批的品种 12 个，研发状态的品种 8 个，每年立项 2 个三类以上新品种，以促进产品的更新换代，提高企业核心竞争力。经过十余年的发展，公司已形成了良好的研发、生产、质量管理及成熟的供销网络。

2009~2011 年，公司研发费用呈稳定增长趋势，分别为 0.48 亿元、0.68 亿元和 0.80 亿元，占生物医药板块营业收入的比重分别为 7.24%、6.87%和 7.06%，公司研发投入占生物医药收入的比重较高。

总体来看，公司技术研发水平处于行业内领先地位，与多个高等研发机构联系合作密切，拥有多项核心技术专利，研发体系完善。

4. 人员素质

公司现有董事和高级管理人员 13 人。公司董事长兼总经理邵钦祥先生，56 岁，高级经济师，中共党员，全国当代优秀改革家、浙江省劳动模范、省奔小康带头人、市优秀社会主义建设者、浙江省第十一届人大代表、金华市工商联副会长；现任公司董事长、总裁、党委书记；曾任花园村生产队长、村委会主任、村党支部书记、花园服装厂厂长、东阳市花园工业

公司总经理兼党组负责人。

公司常务副总裁张胜海先生，40 岁，经济师，中共党员，曾任建设银行东阳支行行长兼党委书记、浙商银行计财部经理、浙大网新集团总裁助理。公司高管任职时间较长，具有较为丰富的业内管理经验。

截至 2012 年 9 月底，公司职工总数 5481 人，从学历构成看，大专及以下占 51.11%，大专学历占 19.99%，本科及以上学历占 28.90%；从年龄结构看，35 岁以下占 21.66%，35 岁至 45 岁占 52.64%，45 岁以上占 25.70%。

总体看，公司高管团队稳定且具有丰富的从业与管理经验；员工队伍学历结构合理，专业技术人员储备较多，能够满足公司日常生产经营管理要求。

5. 政府支持与税收优惠

贸易政策方面，面对国际金融危机的加速蔓延，2009 年浙江省出台《浙江省人民政府办公厅关于进一步加大开拓国际国内市场的若干意见》（浙政办发【2009】94 号）等政策文件，推出一系列促进贸易增长的政策措施，鼓励重点企业建立境外营销网络，加大浙江企业和产品的海外推广促销力度，进一步完善出口退税政策，简化出口退税手续，加大对企业开拓市场的外汇结算、贸易融资、资金信贷等支持力度等。

公司子公司浙江花园生物高科股份有限公司是国家级高新技术企业，享受企业所得税按 15%征收的税收优惠政策；子公司浙江老汤火腿食品有限公司是福利性企业，享受福利企业退税政策；子公司浙江花园农业发展有限公司是省级农业龙头企业，享受龙头企业相关税收优惠政策。

总体看，浙江省出台的贸易政策措施以及税收优惠将有助于公司开拓国际市场，从而促进其外贸规模稳定增长。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司设有股东会和董事会，董事会成员为三人，由非职工代表担任，经股东会选举产生，其中设董事长一人。公司不设监事会，设监事一人，由非职工代表担任，经股东会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。

公司已建立起与现代企业相适应的决策监督制约机制，但所有权和经营权未实现完全分离。公司组织机构设置和职能的分工符合内部控制的要求。

2. 管理水平

公司重视内部控制体系的建设，制定并不断完善了包括财务管理、下属企业管理、经济监督、行政事务管理等在内的一系列详细的内部控制制度。

财务管理方面，公司从资金筹集与管理、现金管理、存货管理、资产管理、利润核算管理、费用开支管理、财务报表及其他相关管理七个个方面制定了细致严格的财务管理制度，规范了公司及其下属企业的财务管理，充分发挥了财务工作在加强企业管理、提高经济效益上的作用。其中资金筹集与管理规定了公司及下属企业资金由公司集中调剂，公司各下属企业在原开户行开设基本结算账户，同时在公司资金管理部开设资金二级账户，用于资金进出和结算。公司根据实际情况和供销季节变化对下属企业各自核定银行存款限额，各下属企业超限部分统一转入资金二级账户，由公司资金管理部集中管理、调剂。公司在现金管理方面，严格了库存现金和收支的制度，明确了各级限额和审批权限，有效强化了公司对现金的管理。公司制定了的存货管理制度明确了存货管理职责、存货管理要求和存货账务处理。在资产管理方面，公司从固定资产管理、固定资产计提折旧、固定资产添置、固定资产重估、无形资

产管理和摊销、递延资产管理等方面做出了具体规定。另外，公司还制定具体利润核算、费用开支的管理办法。在财务报表及相关管理部分，公司制定了以公司财务管理部及各企业主办会计为考核对象、以公司审计处处长及各企业主办会计为考核负责人的财务工作考核和奖惩制度，明确了内部财务管理办法、相关部门的工作职责，严格了公司财务管理工作。

对下属企业管理方面，公司实行资产经营责任制或租赁经营责任制。其中实行企业董事长（经理）负责制的资产经营责任制的下属企业，其承包者要以年工资总额的十倍出具风险抵押。公司在章程规定范围内，一方面紧抓下属企业副总以上高管的人事任免和财务管理，一方面大胆放权，给下属企业管理层足够的自主权，保证了对下属企业管理的安全性和灵活性。公司要求所有下属企业认真贯彻《公司法》，并按现代企业制度要求，实行产品经营和资本经营的有机结合，努力提高管理水平和经济效益。公司以产值、产销率、利润、所有者权益的资产保值或增值、技改投入、安全生产、计划生育为主要指标，以根据各下属企业实际情况确定的创名牌、出口交货值、计量标准、质量管理、设备管理、企业上等级、ISO9000 质量认证、GMP 认证等为其其他指标，并区分保证完成指标和力争完成指标，构筑了科学有效的指标考核体系。公司下属企业按公司要求，根据开放搞活、活而不乱、打开前门、堵死后门、论功受奖、违法从严的原则在公司管理规章的基础上，制定了相关配套管理办法。

公司对下属企业浙江花园生物高科技股份有限公司、花园集团东阳服装有限公司、浙江花园药业有限公司等有污水和废渣处理的企业制定了专项环境保护规定，对相关部门和操作工制定了具体岗位责任和奖惩制度，对企业环保设备的安装、整改及验收做出了具体规定。同时公司还制定了《安全生产规定》、《计划生育若干规定》等具体规定，对安全生产、计划生育等方面的奖赔做出了规范。

整体而言，公司涉及行业较多，完善的财务管理及对下属子公司实行的资产经营责任制或租赁经营责任制有助于提升管理效率，防范风险。

六、经营分析

1. 经营现状

目前，构成公司营业收入的板块主要有：生物医药、建筑、进出口贸易、铜业以及其他业务（如表 1 所示）。

近三年，公司营业收入规模保持较快增长，年复合增长率 36.35%，从表 1 中可以看出，生物医药、建筑和贸易板块是公司收入与利润的主要来源。

从收入构成来看，近三年来生物医药板块保持主导地位，收入呈逐年上升趋势，占营业收入的比重略有下降，但该板块盈利能力较好且毛利率保持上升态势；建筑板块收入规模较大，不断增长，占营业收入的比重较高，2011

年达到了 31.66%，但建筑行业的毛利率水平普遍较低；进出口贸易在营业收入中占比稳定上升，2011 年达到 32.86%，贸易行业随经济增速放缓景气度下滑，毛利率水平有所降低；2010 年，公司新增铜业板块，该板块收入 2011 年占比有所提高，但毛利率水平较低；公司其他业务主要是服装、生态农业、红木家具等业务收入，受公司业务结构调整影响，其他业务收入占公司营业收入的比重呈下降趋势，毛利率有所下滑。

2012 年 1~9 月，受羊毛脂等原材料价格上升影响，生物医药毛利率有所下降，但仍保持较高水平；公司建筑、进出口贸易收入占比均有所上升，占收入的比重大，三季度毛利率略有回升；其他业务收入占比近三年有所下滑，受成本上升影响，2010 年毛利率有所下降，2012 年三季度由于公司新业务红木家具卖场租金收入成本较低，盈利水平有所上升。

整体而言，公司整体毛利率水平波动中下滑，近两年稳定在 12% 左右。

表1 2009~2012年9月公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2009 年			2010 年			2011 年			2012 年 1~9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
生物医药	4.19	9.12	37.47	4.74	6.63	46.41	5.70	6.67	52.46	3.70	5.29	45.14
建筑	15.01	32.68	9.52	21.23	29.71	9.06	27.04	31.66	9.77	23.55	33.66	9.98
贸易	12.88	28.05	13.90	24.10	33.74	12.32	28.06	32.86	11.12	23.85	34.09	12.08
铜业	--	--	--	10.35	14.48	5.15	13.01	15.23	4.30	9.45	13.51	3.92
其他业务	13.85	30.15	19.28	11.03	15.44	12.51	11.59	13.57	13.89	9.41	13.45	15.62
合计	45.93	100.00	16.21	71.45	100.00	12.61	85.40	100.00	12.79	69.96	100.00	12.49

资料来源：公司提供

2. 生物医药板块

医药产业是世界增长最快的朝阳产业之一，20 世纪 70 年代以来，全球的制药行业始终保持高于国民经济的发展速度，与国际相比，中国医药行业还处于生命周期的成长阶段。医药行业关系国计民生，需求具有刚性，药品需求弹性普遍较小，因此医药制造业具有防御性特征，抵御经济周期风险的能力较强。此外，医药行业属于技术密集型行业，具有高投入高

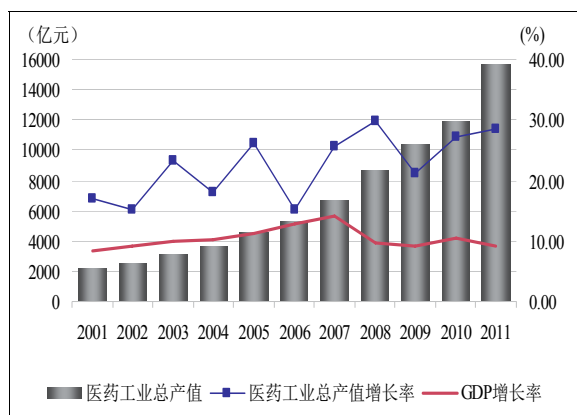
风险的特点。随着国内经济的发展、居民生活水平的提高及保健意识的增强，近年来中国医药制造业总体保持了较高的增长速度。

根据 2008 年国务院发布的《中国的药品安全监管状况》白皮书，自 1999 年以来，医药制造业增速大约为 GDP 增速的 1-1.5 倍。1998-2004 年中国医药工业总产值年复合增长率达到 17.5%，高于同期 GDP 复合增长率 4.85 个百分点。2005-2006 年，医药工业加大改革力

度，加快了结构调整步伐。2007-2008 年医药行业景气度高企，进入高速发展阶段。2009 年，全球金融危机影响进一步深化，化学原料药出口受到较大影响，医药工业总产值增速略有下滑，但依然保持了 21.02% 的较高增速。

2010 年以来，随着基层医疗机构的发展，新兴农村合作医疗建设以及医改的深入，中国药品市场需求快速增长，2010 年实现医药工业总产值 11933.82 亿元，同比增长 27.07%。2011 年中国医药产业呈现平稳快速增长的态势，实现产值 15707 亿元，同比增长 28.5%。2012 年三季度医药产业保持平稳增长态势，完成产值 1.30 万亿元，同比增长 20.2%。

图 1 2001~2011 年医药工业生产总值与 GDP 增速对比

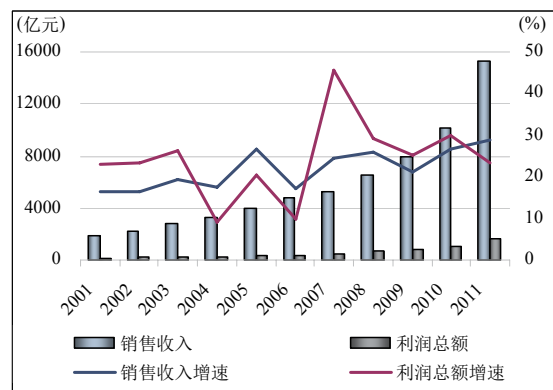


资料来源：中国医药经济信息网

从盈利情况来看，随着生产规模不断扩大，医药制造各子行业产品销售收入、利润总额均保持持续增长，其中化学制剂药、化学原料药和中成药对整个行业的收入和利润贡献最大。从盈利指标看，化学药制剂、中成药制剂和生物生化制药的表现最好。2011 年医药产业实现主营业务收入 15255 亿元，同比增长 28.8%；利润总额 1577 亿元，同比增长 23.2%；销售收入利润率 10.3%，同比降低 0.5 个百分点。其中受中药材价格大幅下跌影响，中药饮片和中成药销售收入利润率同比均提高 0.4 个百分点，利润分别同比增长 65.3% 和 40.4%；受国家下调部分药品价格、原材料价格上涨等因素影响，化学药品制剂销售收入利润率同比降低 1.2 个

百分点，利润同比增长 12.8%；生物生化药品制造业销售收入利润率同比降低 3.6 个百分点，利润同比仅增长 6.5%，远低于主营业务收入增幅。2012 年三季度，医药行业累计实现主营业务收入 12069.91 亿元，同比增长 19.5%；实现利润总额 1174.96 亿元，同比增长 17.4%。

图 2 2001~2011 年中国医药行业效益情况



资料来源：WIND 资讯

总体看，中国医药行业规模增长迅速，在医疗改革的体系的逐渐成熟，中国医疗产业的经济效益呈现较好的发展态势。

维生素 D₃ 子行业

随着中国居民人均收入不断提高，生物医药产品实际消费增速加快，一方面源于医疗消费的整体推高，另一方面，人均收入提高带来的消费升级使人们更重视药物不良反应及副作用、疾病预防与保健、日常养生及滋补需求。

维生素 D₃（专用技术词语释义请见附件 1-3），属于维生素类较小的品种，是人与动物生长、发育、繁殖、维持生命和保持健康必不可少的一种脂溶性维生素，不能直接发挥作用，必须在生物体内转化为最终活性物质 1α, 25-羟基维生素 D₃（又称全活性维生素 D₃）才能发挥生理作用，其最基本的功能是促进肠道钙、磷的吸收，促进骨骼的钙化，因此维生素 D₃ 被广泛用于饲料添加剂、食品添加剂、营养保健品和药品中。美国、德国等发达国家已立法，强制在有关营养强化食品中添加维生素 D₃，中国目前虽尚未立法，但已将“维生素，生物饲料添加剂，高效安全的食品添加剂”列为“十二五”

发展的主要任务和重点之一。

目前居住在城市里、高纬度或多阴雨天气地区的人缺钙较为严重，对这类人群，维生素 D₃ 已不再是保健品，而是必须药品，是他们用于强壮身体和身心健康的必要手段。此外老年人普遍存在骨质疏松问题，主要是体内维生素 D₃ 缺乏，即使食用再多的含钙食品和药品都不能为人体有效吸收，必须每天添加一定剂量的维生素 D₃。目前维生素行业仍属中国的朝阳产业，发展前景广阔。

从上游来看，维生素 D₃ 生产主要原材料为胆固醇，主要依靠国外进口，而生产胆固醇的主要原材料羊毛脂约占生产成本的 80%。羊毛脂是一种附属于羊毛上的脂肪状动物脂酯，是由羊的皮脂腺中分泌出来的一种天然物质，主要从洗涤羊毛的废液中提取，该物质经精加工后，作为重要的化工原料，被广泛应用于医药、化妆品、纺织、皮革等行业。2006 年以来，羊毛脂价格呈现上升趋势，2007 年其价格为 14.45 元/斤，截至 2011 年底，价格已升至 26.67 元/斤，生产商成本压力不断增大，对行业内中小型企业生产经营产生一定负面影响。

从下游来看，2010 年以前，VD₃ 价格曾处于较高位置，由于高利润吸引了较多竞争者进入，价格开始大幅下滑，不少企业选择退出市场。2010 年上半年有一波价格反弹，下半年至今价格呈下滑趋势，截至 2012 年 9 月底 VD₃ 价格大约在 90 元/kg 左右。近三年 VD₃ 价格走势如图 4 所示：

图 3 2007~2012 年 9 月 VD₃ 价格情况



资料来源：公司提供

目前，公司是全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，2008 年公司维生素 D₃ 销量占全球总销量的 44.73%，年产能 5000 吨，截至 2011 年底，公司维生素 D₃ 年产能达到了 7100 吨。公司国内主要竞争对手主要为台州市海盛化工有限公司等，国际竞争对手主要为荷兰帝斯曼集团与德国巴斯夫股份有限公司等。

产业政策

中国作为维生素生产大国，维生素行业长期以来都是国家支持的重点之一，在国家发改委发布的《生物产业发展“十一五”规划》中，将“维生素、生物饲料添加剂、高效安全的食品添加剂”列为“十一五”发展的主要任务和重点；在国家发改委、科技部、商务部、国家知识产权局联合发布的《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2007 年度）》中，将“维生素的绿色生产技术”列为高技术产业化重点领域；此外，在国家发改委发布的《医药行业“十一五”发展指导意见》中，把“巩固和提升我国传统化学原料药和普药生产的优势”以及“开发特色原料药”作为医药行业“十一五”期间的主要任务。

中国科技部 2011 年 11 月 28 日发布《“十二五”生物技术的发展规划》，表示将建立多渠道投入机制，加大财税金融等政策扶持力度，推动“十二五”期间中国生物技术整体水平进入世界先进行列，推动生物医药、生物农业、生物制造、生物能源、生物环保等产业快速崛起；五大类产品将成为产业发展重点，包括生物医药技术及产品、生物农业技术及产品、生物制造技术及产品、生物能源技术及产品、生物环保技术及产品。该《规划》指出，至 2015 年，中国生物产业整体布局将基本形成，力争推动生物产业成为国民经济支柱产业之一，生物技术人力资源总量位居世界第一，生物产业年均增长率保持在 15% 以上。

行业关注

①研发和创新能力薄弱

中国大部分医药产品技术含量低，新药研

究开发能力较弱。从研发模式看，中国新药研发体系以高校和科研院所为主，而西方发达国家的新药研发以企业为主。中国制药行业以企业机制尚未形成，研发投入不足，严重制约了中国医药制造业的国际竞争力的提高。

医药产业长期存在“重销售、轻研发”的现象，企业创新能力严重不足，产品不能按现代科学技术对有效成份的作用机理和靶向部位进行明确，使中药产品很难进入国际市场，也一定程度制约了医药企业的发展。

②药品降价

目前，中国药品定价采取政府定价、政府指导价、市场调节价三种定价方式，其中：列入国家基本医疗保险目录的 1000 多种药品与医保药品目录以外具有垄断性生产、经营的药品实行政府定价和指导价；其他药品实行市场调节价。自 1997 年以来，中国连续 26 次下调部分药品的最高零售价格，但由于医药产品特殊的价值分配关系，国家对医药零售价格的下调不可避免地转嫁给医药生产企业。

从长期看，国家发改委将着手从体制上解决药价虚高的问题，但降价将直接影响到医药生产企业的经济效益。

③原材料成本波动

维生素 D3 的主要原材料胆固醇，主要依靠国外进口，而生产胆固醇的主要原材料为羊毛脂。近年来，羊毛脂等价格出现较大幅度的波动，总体呈上涨趋势。羊毛脂价格波动的原因主要是世界范围内羊的养殖数量及动物疫病的影响。目前，国内开始逐渐自产原材料，主要由江浙一带厂家提供，虽然供应厂家较多，但也存在着市场供求变化等不确定性因素，原材料价格的波动将对该行业内企业盈利能力产生影响，也将影响其生产规模的扩张。

未来发展

2009 年，新医改政策密集推出并逐步向纵深推进，其中医疗改革仍是主线，其推动的基本药物目录、全国医保目录，公立医院改革等政策，将促进医药需求量增长和支付制度的改

进，基本药物目录品种放量增长、医药行业产业结构调整、医药行业“十二五”规划和公立医院改革将对医药行业产生结构性和全面的促进作用。

为确保国家基本药物质量安全，国家几次修订颁布药品生产质量管理规范，2010 年新修订版 GMP 出台，要求新开办企业、基本药物生产企业和注射剂品种生产企业先行实施，其余应在 5 年内通过认证。此次 GMP 的修订强调动态监管和全程监管，提高了质量标准，众多中小型企业面临较大的资本支出压力，资质差、生产水平低、生产技术落后的企业将面临淘汰或重组，资源进一步向具有实力的制药企业集中。

2012 年初，工信部发布《医药工业“十二五”发展规划》，针对产业规模、基药供应、技术创新、质量安全、产业集中度、国际竞争力以及节能减排等几个方面给出了具体目标。规划提出“十二五”期间，工业总产值年均增长 20%，工业增加值年均增长 16%。从中国医药产业发展的阶段看，仍处在高增长和集约化的过程中，创新和品牌将成为未来行业发展的主要方向。

从生物医药市场容量来看，受益于医药卫生体制改革的逐步深入、中国经济发展带动居民消费意识和能力升级，居民保健意识的提高，生物医药行业面临良好的发展机遇，有利于大型企业销售规模的扩大和持续稳定发展。

(2) 企业经营

公司生物医药板块由子公司浙江祥云科技股份有限公司（以下简称“祥云科技”）及其下属子公司：浙江花园生物高科技股份有限公司（以下简称“花园高科”）、浙江花园药业有限公司（以下简称“花园药业”）以及三级子公司杭州下沙生物科技有限公司（以下简称“下沙生物”）经营运行。

其中，浙江祥云科技、其下属子公司花园高科与下沙生物是专业从事医药化工、生物化工及饲料添加剂产品的研制、开发和生产的高

新技术企业，其主导产品为维生素D₃系列产品。

花园药业是一家胶囊剂、片剂、茶剂、散剂制造和销售的企业，拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线。花园药业主导产品为心脑血管健片，该产品为花园药业独家产品，国家中药保护品种，功能主治为醒神健脑，化浊降脂。对心血管伴高纤维蛋白原症及动脉粥样硬化，肿瘤放疗、化疗所致的白细胞减少症有防治作用。随着中国人口老龄化时代的到来，心血管疾病呈逐年上升趋势，公司该产品销售收入呈稳定增长态势。

原材料采购

祥云科技及其下属各子公司拥有独立的原材料采购、研究开发、生产、检测和产品营销体系，可根据自身情况、市场规则及运作机制独立进行经营活动。公司主要原材料包括 NF 级胆固醇、羊毛脂、化工辅助原材料等。采购模式分为两种：招标采购模式与长期合作单位采购模式。

①招标采购：针对羊毛脂、化工辅助原材料等，由于该类产品市场供应商较多，货源充足，一般采用招标方式采购。

②长期合作单位采购：针对 NF 级胆固醇，2009 年之前，公司主要是向印度迪氏曼、日本精化等单位进行长期合作采购。2009 年，公司年产 80 吨 NF 级胆固醇车间正式建成投产，从而摆脱了对 NF 级胆固醇供应商的依赖，开始自主生产 NF 级胆固醇，降低了 NF 级胆固醇价格波动对公司生产经营的影响。目前，公司 NF 级胆固醇全部自产。

以持续正常经营为原则，公司采购由生产技术部根据生产计划和销售订单，在保证物料按时、按质、按量购进的基础上制定采购计划；再由供应部依实际库存分类提出采购的品种规格、数量，并报有关部门及负责人审批，并负责具体执行；物料采购完成后由公司质检部进行验收、入库，保证了原材料的及时供应与质量安全。

表 2 公司 VD₃ 主要原材料采购情况

主要原材料	采购量（公斤）			采购价格（万元/公斤）		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
羊毛脂	743.86	1134.41	2004.27	18.63	19.18	26.67

资料来源：公司提供

目前，公司 VD₃ 产品的主要原材料为羊毛脂（约占 VD₃ 生产成本的 80%），主要来自国内厂家：上海一毛条纺织有限公司、常熟汇丰毛条有限公司、绍兴市越城龙盛羊毛整理厂等。目前公司主要的羊毛脂供应商均为国内大型知名羊毛生产商，采用招标采购。2009~2011 年的总采购金额分别为 0.14 亿元、0.22 亿元、0.53 亿元。2011 年，公司主要的前五大供应商采购合计占公司总采购额的 55.09%，集中度较高。

表 3 2011 年公司前 5 大原材料供应商情况

单位名称	原材料	金额（万元）	占总额比（%）
张家港宇新羊毛工业有限公司	羊毛脂	1031.33	19.29
无锡市一碳洗毛有限公司	羊毛脂	805.18	15.06
常熟市琴湖毛纺有限公司	羊毛脂	437.41	8.18
太仓市永业羊毛有限公司	羊毛脂	345.04	6.45
张家港金新恺进出口有限公司	羊毛脂	325.64	6.09
合计		2944.60	55.09

资料来源：公司提供

公司作为最大的生产厂家，全球近半的需求由公司供给，具有一定行业话语权与定价权，能够将成本价格向下游转移，市场风险较小。近三年，羊毛脂价格波动较大，但公司可以通过提高 VD₃ 产品价格来保持毛利率的稳定，近三年仍维持在 25% 左右。

生产销售

按照客户的不同需求，公司实行有针对性的生产销售。

①维生素 D₃ 系列产品

公司目前在浙江东阳市、杭州市各有一个生产基地。出于技术保密考虑，维生素 D₃ 系列产品由两个基地分段生产。其中祥云科技主要生产：NF 级胆固醇及其副产品、饲料级维生

素 D3 油、饲料级维生素 D3 粉、食品医药级维生素 D3 产品；子公司主要生产 7-去氢胆固醇、饲料级维生素 D3 油、饲料级维生素 D3 粉。

从生产能力看，截至 2011 年底，公司已形成年产饲料级 VD₃ 油剂 4000 吨、饲料级 VD₃ 粉剂 2000 吨、食品级 VD₃ 粉 300 吨、食品医药级维生素 D₃ 结晶 4000 万 I.U/g 为 10 吨的产能规模（相当于 800 吨 50 万单位的 VD₃ 粉）。从产销情况看，公司饲料级维生素 D₃ 油剂与食品医药级维生素 D₃ 产销量稳步增长，但价格有所波动；饲料级维生素 D₃ 粉产销量有所波动，

但价格则呈逐年上升趋势；总体来看，近三年公司 VD₃ 产品整体产销量保持增长。2010 年祥云科技饲料级维生素 D₃ 油剂生产线拟技改为 25-羟基维生素 D₃ 生产线；同时，饲料级维生素 D₃ 粉部分车间停产，技改为食品级维生素 D₃ 粉生产线，项目已于 2011 年完工，上述两项技改导致 2010 年饲料级维生素 D₃ 油剂、饲料级维生素 D₃ 粉产能较 2009 年有所降低，产能利用率低。截至 2012 年 9 月底，公司产能饲料级 VD₃ 油剂 3000 吨、饲料级 VD₃ 粉剂 1500 吨、食品医药级 VD₃ 粉 360 吨。

表4 公司VD₃系列产品2009~2011年主要产品产能与产销情况（单位：吨）

产品	2009 年			2010 年			2011 年		
	产能	产量	销量	产能	产量	销量	产能	产量	销量
饲料级维生素 D ₃ 油剂	4480	262.92	676.86	4000	755.70	750.59	4000	3225.20	1078.40
饲料级维生素 D ₃ 粉	3000	1506.06	1561.33	2000	1052.71	1190.58	2000	1317.00	1259.48
食品医药级维生素 D ₃	480	24.16	44.95	480	61.17	51.75	480	104.54	102.91

资料来源：公司提供

注：公司 2009 年产品销量均大于产量，主要由于公司 2008 年留有的库存用于 2009 年销售；

公司 2011 年饲料级 VD₃ 油剂销量小于产量，主要由于 VD₃ 油剂为 VD₃ 粉原料，其产量部分用于销售，部分转用于 VD₃ 粉的生产。

在销售方面，公司维生素 D₃ 系类产品主要采取以直销为主、代理销售为辅的销售模式，由祥云科技建立销售网络，直接确定销售策略、定价原则对外销售；下属子公司则均有独立的销售网络，根据祥云科技的指令对外销售。公司设有市场部，具体负责市场策划与产品销售，其主要职责：一是负责向客户介绍、宣传公司产品并实现产品的最终销售，二是通过信用调研评估选择销售客户签订销售合同，组织发货并取得发货、收票回执，负责销售客户和催收工作，三是加强国际代理商及终端客户的联系，信息收集，确立业务合同。销售结算方式上，国内销售一般采用款到发货的交易方式；国外销售主要为电汇交割（先款后货），并结合部分赊销的交易方式。另外，祥云科技本身有经营采购、分销等贸易活动，为下属子公司采购部分原材料，同时也为相关企业代为采购，其收

入也计入生物医药板块。

表5 公司 VD₃ 主要产品销售价格情况

（单位：元/kg）

产品类别	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
饲料级维生素 D ₃ 油	76.00	71.54	72.77	79.75
饲料级维生素 D ₃ 粉	77.94	134.12	168.94	126.51
食品医药级维生素 D ₃	183.41	263.21	188.43	175.08

资料来源：公司提供

公司 VD₃ 产品大部分用于出口，销售区域主要集中在欧美等地区；近三年花园高科与下沙生物 VD₃ 产品出口占 VD₃ 销售收入的比重分别为 74.83%、71.49%与 72.74%，有所下滑但仍占主要比重（见表 6）。公司与法国安迪苏、德国巴斯夫、美国 AGD、荷兰 PROVIMI、荷兰 OROVIMI、荷兰 ORFFA 等一批有国际影响

力的核心企业建立了稳定的业务关系。2011 年，公司前五名客户销售额度共计 2.15 亿元，占总额的 67.02%，单一客户集中度较高。

表 6 公司 VD₃ 产品销售分部区域与销售情况
(单位: 万元, %)

销售区域	2009 年		2010 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内	4944.26	25.17	6724.68	28.51	8719.27	27.26
国外	14700.50	74.83	16863.71	71.49	23264.88	72.74
合计	19644.76	100.00	23588.39	100.00	31984.15	100.00

资料来源: 公司提供

注: 此表仅为花园高科与下沙生物 VD₃ 销售收入(内部抵消后), 不包含祥云科技销售收入。

表 7 2011 年公司 VD₃ 产品前 5 名客户销售情况

单位名称	销售收入(万元)	占比(%)
安迪苏(上海)	14409.70	44.90
厦门鑫达威国际贸易有限公司	2028.63	6.32
荷兰 PROVIMI	1937.80	6.04
荷兰泰高	1914.53	5.96
荷兰 ORFFA	1219.29	3.80
合计	21509.95	67.02

资料来源: 公司提供

②花园药业系列产品

花园药业是一家整体收购浙江康莱特药业有限公司并进行异地改造后成立的公司, 公司拥有冻干粉针剂、小容量水针剂、胶囊剂、片剂、原料药等生产线, 并通过了 GMP 认证, 目前已有二十多种中西药和原料药上市销售, 其主要产品销售情况如下表:

表 8 花园药业主要产品销售收入情况
(单位: 万元)

药品名称	2009 年	2010 年	2011 年
心脑血管片(含胶囊)	11110.00	10012.00	10707.00
硫酸铝片	2673.00	2571.00	2527.00
复方磺胺甲噁唑片	3871.00	1759.00	53.00
甲硝唑片	1482.00	1517.00	1393.00

资料来源: 公司提供

花园药业注重产品研发工作, 截至 2012 年 9 月底, 在研品种有 24 个, 其中国家在审待批的品种 6 个, 研发状态的品种 18 个。

花园药业经过近十年的发展, 已有稳定的供销渠道, 目前公司主要的原辅料供应商有浙江海森药业有限公司、东北制药总厂等大型生产商, 产品销售商主要有金华泰来医药公司、九州通医药集团股份公司、浙江省临海医药公司、浙江大宇医药公司等大型销售商等, 形成了良好的研发、生产、质量管理、供销网络。

总体看, 公司生物医药主业稳步发展, 主导产品竞争力强, 品牌知名度与市场占有率高, 随着销售网络的不断拓展, 公司生物医药板块收入有望不断增长。

3. 建筑板块

(1) 行业分析

建筑业是国民经济的重要组成部分, 在西方国家与钢铁, 汽车工业并列为三大支柱产业, 在中国也和农业、工业、交通运输业、商业合并称为五大物质生产部门。建筑业作为关系到中国国计民生的关键部门, 在整个经济的发展过程中处于产业链的中间环节。

建筑业在中国国民经济中的地位稳固, 2011 年, 中国建筑业增加值 32020 亿元, 占 GDP 的比重为 6.79%, 较上年增加 0.09 个百分点(见表 9)。

表 9 建筑业增加值占 GDP 的比重(单位: 亿元)

年份	国内生产总值	增长率(%)	建筑业增加值	增长率(%)	占 GDP 比重(%)
2006 年	216314	12.7	12409	17.2	5.74
2007 年	265810	14.2	15296	16.2	5.75
2008 年	314045	9.6	18743	9.5	5.97
2009 年	340903	9.2	22399	18.6	6.57
2010 年	397983	10.3	26661	13.5	6.70
2011 年	471564	9.2	32020	10.0	6.79

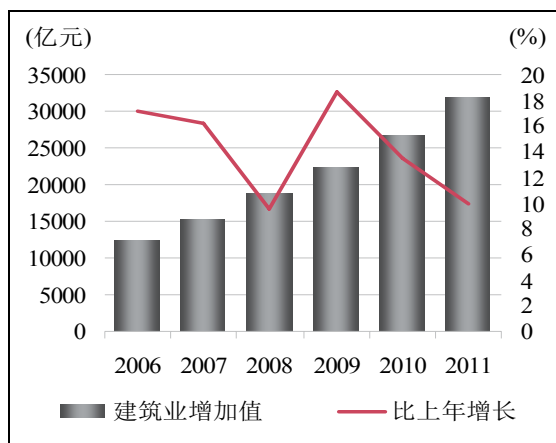
资料来源: 国家统计局

建筑业发展与固定资产投资密切相关。2001 年以来, 与建筑行业密切相关的全社会固

定资产投资总额增速持续在 15%以上高位运行，尤其 2008 年到 2010 年，全社会固定资产投资中总额增速维持在 24%以上。进入 2011 年，由于受国外欧债危机、国内通货膨胀的影响，国家加大了宏观调控力度，全社会固定资产投资总额增速有所下降，但仍维持在 20%以上的高位。根据国际统计局《2011 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2011 年中国国内生产总值达 471564 亿元，较上年增长 9.2%，全年全社会固定资产投资较上年增长 23.6%。

2011 年，在国家宏观经济调控背景下，受房地产、铁路等固定资产投资增速持续回落影响，建筑业增速持续下降，但在国家保障房、水利建设等基础设施建设投资的支持下，建筑业整体上仍保持了 10%的增速。根据统计显示，2011 年全全社会建筑业实现增加值 32020 亿元，较上年增长 10.0%；全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 4241 亿元，增长 24.4%，其中国有及国有控股企业 1172 亿元，增长 36.0%。

图 4 2006-2011 年中国建筑业增加值及增长率



资料来源：国家统计局

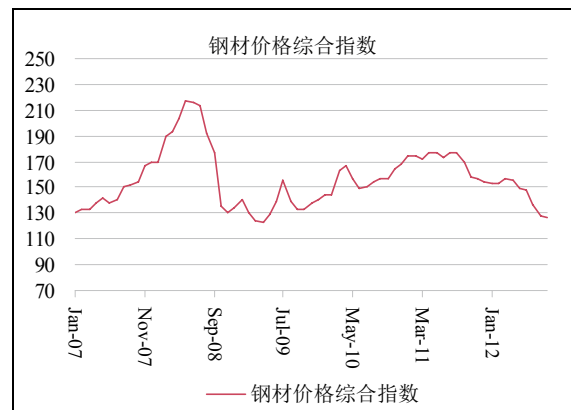
行业关注

①原材料价格与劳动力成本波动

建筑行业上游行业主要是为建筑企业生产活动提供原材料的企业，如钢铁行业、建材行业等。建筑业成本风险主要表现在原材料和人工费上。建筑业原材料主要是钢材、水泥、平板玻璃等建材产品，成本的很大一部分是原材

料的成本。

图 5 钢材价格综合指数



资料来源：Wind 资讯

近年来受建材行业原材料价格上涨、通货膨胀以及建筑市场的强大需求带动，建材产品价格持续上升。然而 2011 年以来，受宏观经济增速放缓，外围经济疲软等因素影响，钢材、水泥等建筑产品价格出现回落趋势，2012 年 3 月钢材价格综合指数已降至 151.7 点，1 季度钢材平均价格同比下跌 14.66%。截至 2012 年 8 月，其价格指数跌至 129 点，呈持续下降趋势。钢材价格的下降一定程度上减轻了建筑企业的成本，但建筑业原材料的可替代性较小，建筑企业缺乏与上游原材料供应厂商的议价能力，大多数企业的产业链条不够完整，在很大程度上受制于上游厂商，建筑企业的成本风险仍然存在。

劳务费用方面，近年来，随着国家总体工资水平的上涨以及一些地方“民工荒”现象的出现，建筑业人工费用在不断上涨。

在其他方面，建筑业企业的管理成本、销售费用以及财务费用也在逐年增加，未来建筑业面临的成本风险仍较大。

②行业竞争风险

中国建筑市场近年来一直处于供大于求的状况，在招投标制度下，建筑市场上存在着拖欠工程款、压价竞争和垫资施工的现象。与其他行业相比，建筑工程市场的价格竞争行为表现的更为激烈，很多建筑业企业为了保住市场或收回固定成本费用，不惜降让一部分利润以

降低价格或以成本价低价竞标，使得中国建筑业的利润率一直处于很低的水平。

此外，垫资施工是工程发包方降低资金成本、转嫁经营风险、获取施工企业利润的一种重要手段和途径，当前很多发包方即使是资金充裕的情况下也会要求施工企业垫资施工。

尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

③技术风险

中国正处于城镇化进程加速发展时期，过去很少涉及在跨海、长距离地下、高原等恶劣环境中施工，建筑物层高、体量等对施工技术的要求也相对较小，而现在各种大体量、超高层等高技术含量工程的比例越来越高，随之而来的施工技术风险也越来越突出。这类工程往往对项目设计、施工方案组织等技术要求非常高，极易出现项目投资、施工周期、质量、安全等方面的问题。近年来在中国各地陆续发生的安全事件有许多就是与建筑业技术要求相关的，如城市地下轨道交通的建设方面，上海、广州等地都出现过不同程度的地铁工程事故，造成了重大的经济损失。

当前建筑业技术风险已经引起社会相当大程度上的关注，在应对施工技术风险方面的理论研究和实践论证也在不断进行中。但是由于建筑业发展速度较快，对技术更新换代的要求较高，建筑业技术进步的步伐相对还是缓慢。并且，现代条件下技术风险所导致的危害更大、更容易扩散，建筑业在技术风险防范方面面临着更大的困难。

④流动资金压力风险

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

未来发展

近年来，GDP 增速随宏观经济实际运行状况有所波动，但建筑业增加值占 GDP 比重却很稳定，对经济形成持续拉动。进入 2010 年，在宽松货币政策刺激下，全球经济得以回升，但由此带来的流动性过剩也加大国内经济发展“过热”的风险。中国国内政策也由以投资带动的“保增长”转向“调结构”、“保民生”方向。中国严厉的房地产调控政策以及对政府投融资平台的管控均为防止引发系统性风险。同时，通过上调存贷利率、提高银行存款准备金以及加强信贷管控等措施遏止市场上过剩的流动资金。在此背景下，建筑企业一方面将面临利率上调带来的成本压力；另一方面也将面临贷款控制的资金压力；同时建筑企业还将受房地产和政府主导基建投资减少的影响，面临未来业务的缩量。

但区域经济的发展、中国城镇化进程以及保障房建设也为建筑企业提供了市场商机：

区域经济方面，2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。

保障房方面，2010 年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作，力争到 2012 年末，基本解决 1540 万户低收入住房困难家庭的住房

问题。由于国家的保障性住房建设规划，建筑行业在房地产开发上所能获得市场空间将会扩大。

综上所述，联合资信认为，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观调整也将处于灵活多变性，基于建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应加大保持对建筑行业的谨慎态度；从长期看，各地区兴建的开发区以及高速铁路、城市轨道交通、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了市场空间，建筑行业仍伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

（2）企业经营

花园房地产开发有限公司及其下属公司浙江花园建设有限公司（以下简称“花园建设”）为公司建筑板块的经营主体，其主要业务为：房屋建筑工程施工总承包、市政公用工程、装饰装修工程等建筑工程。

花园建设拥有房屋建筑施工总承包一级资质，市政公用工程总承包、装饰装修工程、土石方工程专业承包三级资质，可承接公共建筑、住宅工程、古典建筑、工业建筑、市政道路、机电设备和装饰装修等多方位的业务。该公司目前下辖黑龙江、石家庄、西宁、西安、郑州、武汉、长沙、合肥、南昌、汕头、杭州等多个分公司。

经营模式

①营销模式

公司通过树立“花园建设”的统一品牌，强化精品、服务创造价值的理念，明确了以“大市场、大业主、大项目”为主的目标市场策略，并形成了以花园建设为协调牵头，分、子公司等二级机构为主体的纵向市场营销体系，以及总承包型企业和专业化公司相互配合的横向营销体系。

②运营模式

公司在中标签约之后，绝大多数项目组织成立项目经理部，具体负责项目运营管理，少

数项目采用和其他企业组成联合体的形式进行工程承包。项目经理部在成立后，根据公司授权，并在公司管理框架的约束和指导下，全面负责项目履约过程中各项业务（合约、成本、进度、技术、质量、安全等）的策划、实施、管理与综合协调，并对运营绩效负责。在此过程中，公司对于项目的具体运营进行监督控制和服务支持，以确保项目的顺利实施。

③采购模式

公司的工程业务采购包括物资采购（材料和设备）和分包采购。对于影响工程质量和项目成本的重要物资，公司实行总部集中采购，对部分零星物资和辅助性物资，则授权项目按照公司规定的程序自行采购。

2011年，公司承建了西安鱼化城中村改造工程、湖南益阳香溢花苑、西安君悦华府、西安仁和世纪春天花园等共计70个项目工程，实现营业收入和净利润分别为27.04亿元和1.00亿元，同比分别增长27.36%和27.01%。

表10 2011年公司建筑业主要项目收入、利润构成
单位：万元

项目名称	2011年	
	主营收入	利润
西安鱼化城中村改造工程	12600.00	1260.00
西安华清大厦	5543.18	472.00
湖南益阳香溢花苑	9900.00	900.00
西安君悦华府 2#3#8#	7900.00	670.00
西安君悦华府 C7C8D15D16	10800.00	1080.00
沧州白冠屯新村改造	7489.46	732.00
朗盛逸境	10500.00	950.00
西安高新龙御大厦	8500.00	760.00
秦皇岛西白塔岭南地块多层安置房	6000.00	530.00
新疆人和居工程	7800.00	720.00
沈阳圣尊摩纳哥庄园	7500.00	700.00
杭州余杭五常西溪花城二期	5723.01	572.00
西安仁和世纪春天花园	11800.00	1100.00
安徽颍上瑞杰御景	5310.00	531.00
贵州金港花园	6800.00	680.00
西安皇城印象住宅楼工程	8000.00	800.00
咸阳维康医药保健品厂厂房\办公楼\酒店	6500.00	590.00

余杭组团·科技创业中心（二期）	5615.00	561.00
华西专修大学杨凌校区（西安）	6600.00	600.00

资料来源：公司提供

截至 2012 年 9 月底，公司已签施工合同项目共计 78 个，合同总造价 96.60 亿元，总建筑面积 613.35 万平方米，项目储备较为充足。

表 11 截至 2012 年 9 月底公司前十大施工合同

建设单位	工程名称	合同造价 (亿元)	建筑面积 (万平方米)	占总造价 比重 (%)
陕西中厦置业	陕西白水南井头寸棚户区	6.51	31.00	6.74
长兴星龙置业	长兴星新能项目（星龙湾）	5.00	32.00	5.18
河北住达房地产开发有限公司	河北燕达国际创业园	4.00	26.00	4.14
天水广融实业有限公司	西安天水麦积区高家湾城中	3.45	23.00	3.57
青海鹏晟房地产开发有限公司	西宁化隆县群科新区	3.00	15.00	3.11
新疆新名居房地产开发有限公司	新疆人和名居工程	2.82	22.00	2.92
河北兆亿房开公司	河北康桥郡住宅小区	2.70	20.00	2.79
新疆盛丰房地产开发有限公司	新疆昌吉滨湖河一号公园小	2.40	1200.00	2.48
沧州宇泰房地产开发有限公司	沧州宇泰珑湾住宅小区	2.24	16.00	2.32
青海恒杰房地产开发有限公司	青海乐都金榜世家住宅小区	2.00	10.00	2.07
合计	--	34.12	1395.00	35.32

资料来源：公司提供

总体看，公司建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足，能够保证未来建筑板块收入与效益的稳定性。

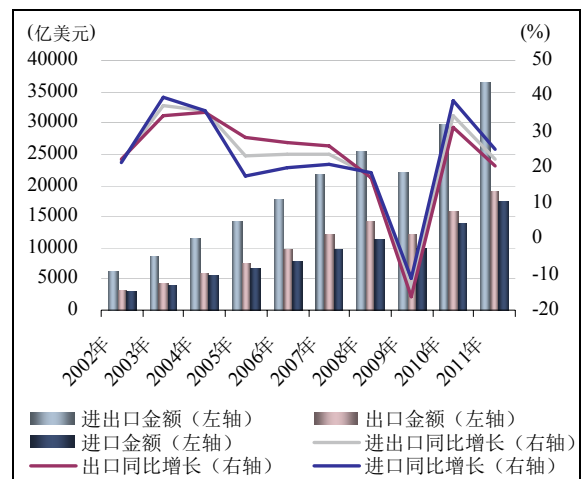
4. 进出口贸易板块

（1）行业现状

2002年中国正式加入世界贸易组织，2004年开始，中国已成为世界第三大进出口国，进出口总额增长速度高于GDP增幅，中国经济已成为世界经济的重要组成部分。但受美国次贷危机引发的国际金融危机影响，2008年起中国对外贸易进出口增速有所回落，并于2009年出

现负增长，进口与出口金额均较2008年有所下降；2010年以来，在低基数效应和世界经济见底反弹的带动下，中国外贸快速复苏，全年进出口总额较2009年大幅增长34.74%，进、出口额纷纷创出历史新高；进入2011年，中国外贸继续增长，但受欧债危机及全球经济放缓影响，进、出口均呈现出增速回落的态势。

图 6 近年来中国对外贸易进出口总额情况



资料来源：海关总署

中国对外贸易增势放缓，顺差不断收窄

根据海关总署发布的统计数据，2011年全年中国外贸进出口总值36420.6亿美元，同比增长22.5%，增速较2010年回落12.2个百分点；其中出口18986亿美元，同比增长20.3%，增速较2010年回落11个百分点；进口17434.6亿美元，同比增长24.9%，增速较2010年回落13.9个百分点。

从 2011 年来看，上半年出口增速仍维持较快水平，下半年受国际整体经济形势恶化影响，出口增速开始回落；进口方面，受益于扩大进口的政策以及人民币的升值，1 月~10 月增速较为稳定，11 月~12 月，国内经济增长有所放缓，从而带动进、出口金额同比增速双双大幅回落。

2011年，受国际形势恶化、中国实施扩大内需政策，以及人民币年内升值近4.86%等综合影响，中国贸易顺差有所收窄，2011年实现贸易顺差1551.4亿美元，较上年收窄14.5%，顺差总额创2006年来最低。

从2011年全年来看，虽然外贸进出口总值创新高，但由于外围环境不利影响，进出口增速、贸易顺差同比都有所回落。

2012年前三季度，中国实现外贸进出口总额进出口总额28424.7亿美元，同比增长6.2%。其中出口14953.9亿美元，增长7.4%，比上年同期回落15.3个百分点；进口13470.8亿美元，增长4.8%，回落21.9个百分点；贸易顺差1483.1亿美元，增长39.1%。在国际市场需求有所回升、前期出台的“稳外贸”政策措施逐步落实等因素带动下，9月份进出口增速低位反弹，出口增速从8月的2.7%回升至9.9%，进口从8月的下降2.6%转为增长2.4%。

对外贸易的发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用，对外贸易进出口额增速不断回落。

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，美国推出“双反”等贸易保护政策以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

（2）企业经营

花园工贸集团杭州进出口有限公司为公司进出口板块的经营主体，主要业务为进出口贸易和内贸，其中以进出口贸易中的进口业务为主。

2009年~2011年，公司贸易板块营业收入年均复合增长47.59%，其中2011年公司实现营业收入28.06亿元，同比增长16.41%。

从经营模式看，公司进出口业务分为自营与代理业务相结合的模式。

表12 2009~2012年9月公司自营与代理业务情况
(单位：万元)

项目	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
自营业务	128074	237618	275139	236948
代理业务	756	3435	5481	1549
合计	128830	241053	280620	238497

资料来源：公司提供

注：上表中代理业务收入的统计口径为纯佣金收入

从集中度来看，2011年，公司进口前5大客户销售金额8.27亿元，占贸易板块收入总额29.47%；出口前5大客户销售金额1.71亿元，占贸易板块收入总额6.09%；内贸前5大客户销售金额1.87亿元，占贸易板块收入总额6.66%。

表13 2009~2011年公司前五名客户销售情况
(单位：万元，%)

类别	2009年		2010年		2011年	
	前五名客户销售合计	占比(%)	前五名客户销售合计	占比(%)	前五名客户销售合计	占比(%)
进口	40963	31.06	63429	26.30	82662	29.47
出口	23106	17.93	19352	8.05	17094	6.09
内贸	--	--	15442	6.39	18717	6.66

资料来源：公司提供

进口业务

从进口商品看，公司主要以进口偏光片、扩散片、化工产品等商品为主，2012年公司拓展新的业务，增加了氧化钼的进口；从进口地区看，本、韩国、台湾、英国、印尼是公司主要进口区域，2011年，公司进口合计金额11.31亿元，占贸易收入总额的40.31%。

表14 公司主要进口业务情况 (单位：万元)

进口业务类别	2009年	2010年	2011年	12年1~9月
偏光片、扩散片	21083	22369	47607	29959
化工产品	2053	47970	40810	32349
木材	10595	9501	14219	13555
硼砂硼酸	9559	8473	8619	--
氧化钼	--	--	--	6158
合计	43290	88313	111255	82021

资料来源：公司提供

出口业务

从出口商品看，公司主要以出口商品服装、机床、摩托车配件、小商品、医疗器材等商品为主。从出口地区看，美国、法国、非洲、东南亚是公司主要出口区域，2011年，公司出口额合计1.93亿元，占贸易收入总额的6.88%。

表 15 公司主要出口业务情况（单位：万元）

出口业务类别	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月
服装	6468	5530	5014	4944
摩托车配件	6370	5455	4154	2522
小商品	5623	4710	3830	1881
机床	4032	5162	3995	4032
合计	22493	20857	16993	13379

资料来源：公司提供

内贸业务

表 16 公司主要内贸业务情况（单位：万元）

内贸业务类别	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 1~9 月
木材	52504	106153	114062	76476
二甘醇	--	5034	6529	7143
乙二醇	--	5472	7035	20305
二甲苯	--	4936	6209	6805
DOP	--	5160	6499	13778
甲醇	--	2077	1297	1406
合计	52504	128832	141631	125913

资料来源：公司提供

公司内贸业务的大宗商品主要为木材以及化工产品（二甘醇、乙二醇、苯乙烯、聚乙烯、DOP）等，其中 2012 年公司大力拓展市场，加大了乙二醇和 DOP 商品的业务。2011 年，公司内贸收入为 14.82 亿元，占贸易收入总额比重 52.82%。

总体看，受欧债危机以及贸易保护主义影响，贸易行业整体增速放缓，公司通过加大进口规模，并促进内贸发展，缓冲外围环境变化对公司进出口贸易的影响，公司近三年进出口规模保持了增长。

5. 铜业板块

铜板、带材是铜加工材的重要品种，广泛应用于电子、电气、轻工、仪器仪表、机械制造、交通能源等各个领域，其消费量占铜加工材总消费量的 20% 左右。高精度及铜合金板带材是国内铜加工领域中重要的经济增长点，中国现有产能约 165 万吨，高精带产能不足 30%，铜板带具有广阔的市场发展空间。而且中国铜板带材的消费水平与世界发达国家相比还有较大的差距，仍有较大的上升空间，预计未来几年中国铜板带需求可达 250 万吨左右。

从产品质量需求分析，行业内的产品结构正在不断调整和产业升级，铜板带材将向高质量、高精度、高表面，超薄、高效和满足特种需求方向发展。普通铜板带材市场竞争较为激烈，但引线框架铜带、变压器带、电缆带、水箱带、连接器铜带、锡磷青铜带等均不同程度地存在着供不应求的局面。

浙江昌兴铜业有限公司（以下简称“昌兴铜业”）为公司铜业板块的经营主体，经营范围为铜及其他有色金属加工、销售，及相关技术服务。公司主要业务为从事高精度紫铜板、紫铜带、紫铜棒、紫铜排及异型铜材的加工生产，目前，公司加大科技投入，引进行业内专业的技术人才，组建了铜合金技术研究开发中心，研发市场上急需的“高、精、尖”产品，大大提高了产品的技术含量和附加值，产品产量和质量得到了大幅提升。截至2011年底，昌兴铜业总资产为2.42亿元，净资产1.40亿元；2011年实现营业收入13.01亿元，净利润0.33亿元。

目前，公司拥有年产2万吨铜合金板带材的生产能力，形成了涵盖紫铜、黄铜两大系列，拥有T2、T3、TU2及以上各类牌号，厚度从0.05mm到2.5mm、宽度从30mm到600mm，包括高中低档不同规格、不同牌号、不同状态的几十个品种，上百种规格的板带材产品。另外，昌兴铜业年产10万吨高精度宽幅铜板带生产线建设项目被列入浙江省《2012年重点建设项目名单》。

原材料采购

公司铜业生产主要原材料为电解铜、废铜，采购方式如下：

表 17 公司铜业主要原材料采购方式

原料	渠道	采购方式
电解铜	国内采购	到货付暂估铜款 93%，现款现货。
废铜	国内采购	到货半月内付款

资料来源：公司提供

表 18 公司铜业主要原材料采购情况

主要原材料		采购量（吨）		采购价格（元/吨）	
名称	11年占成本比重（%）	2010	2011	2010	2011
电解铜	41	4935	8650	58100	66770
废铜	57	9165	11940	56500	64370
合计	98	14100	20590	--	--

资料来源：公司提供

表 19 2011 年公司铜业前 5 大原材料供应商

主要供应商	采购金额（万元）	占比（%）
浙江省东阳市花园物资有限公司	24940.00	20.01
托克贸易（上海）有限公司	16950.00	13.60
宁波神化化学品经营有限责任公司	12639.00	10.14
江西鑫美实业有限责任公司	9126.00	7.32
江西江龙有色金属材料有限公司	8614.00	6.91
前五大供应商合计	72269.00	57.98
公司当年采购合计	124618.00	--

资料来源：公司提供

公司主要原材料电解铜，是通过上海、宁波的贸易商参照当月沪铜期货价，按上海现货价升贴水实时采购，避免了直接进口引起来汇率波动及铜价波动的风险；废铜的采购定价模式主要参照佛山灵通废铜收购价。近两年，公司主要原材料价格上升，采购量增长，采购成本有所增加。目前，公司与各主要供应商维持良好合作关系，2011 年前 5 大原材料供应商采购合计 7.23 亿元，占比 57.99%。

生产销售

公司实行“以销定产”的定单生产模式，因而近三年产销率均为100%。2010~2011年，公司的产能利用率分别达到64.4%和86.7%，产

能利用率有所提高。

表 20 公司主要铜业产品的产能和产销量情况

单位：吨

主要产品	2010 年		2011 年	
	产能	产/销量	产能	产/销量
铜锭	10000	8078	12000	11500
铜排	5000	3316	5000	4300
铜板	3000	1220	3000	2800
铜棒	2000	1030	2000	1480
铜带	3000	1170	3000	1600
合计	23000	14814	25000	21680

资料来源：公司提供

公司销售渠道较为通畅，2011 年前 5 大主要客户销售合计 7.08 亿元，占销售收入的 54.51%，集中度较高，具体情况如下表：

表 21 2011 年公司前 5 大客户销售情况

主要客户	销售收入（万元）	占比（%）
铜陵有色金翔物资有限责任公司	41357.00	31.80
花园工贸集团杭州进出口有限公司	11000.00	8.50
莫顿电气有限公司	6920.00	5.32
海安县耀华工贸有限公司	6025.00	4.63
广东祥基电器有限公司	5540.00	4.26
前五大客户合计	70842.00	54.51

资料来源：公司提供

凭借生产规模优势以及稳定、可靠的品质，公司产品自2010年开始广泛应用于电力、机械制造、交通等各行业，产品销量不断增长，截至2011年底，公司铜业板块销售收入达到13.01亿元，同比增长25.79%。但由于受市场竞争激烈影响，主要产品铜锭、铜排与铜棒价格下滑，该板块毛利率水平有所降低。

表 22 近年公司产品销售收入情况

单位：万元

项目	2010 年	2011 年	2012 年 1-9 月
铜锭	55930	65321	35639
铜排	24542	25460	23295
铜板	7450	19320	17350
铜棒	8105	8990	8293

铜带	7430	11050	9950
合计	103457	130141	94527

资料来源：公司提供

总体看，通过产品结构调整升级，公司向高质量、高精度的铜板带材生产加工发展，并计划进一步扩大产能，近三年产销量不断增长，收入水平有望不断提高；但受行业竞争激烈影响，产品市场价格有所波动，该板块毛利率水平较低，盈利能力和稳定性不强。

6. 其他业务板块

公司其他业务板块包括生态农业、生态旅游、红木家具及木制品市场、旅游休闲、医院和教育等。该板块收入主要来源于花园物资有限公司（以下简称“花园物资”）、花园集团东阳服装有限公司（以下简称“东阳服装”）、浙江老汤火腿食品有限公司（以下简称“老汤火腿”）与花园农业发展有限公司（以下简称“花园农业”）等收入。2011年，该板块收入17.37亿元，同比上升5.40%，占营业收入的20.35%，毛利率12.87%。

花园物资成立于1997年1月23日，注册资本480万元（浙江花园集团控股有限公司持股比例为90.00%），经营业务为：废旧物资回收（不含处理）；针纺织品及原材料、日用百货、五金交电、建材、食用农产品、竹木工艺品批发、零售；2011年，花园物资实现营业收入4.33亿元，利润总额0.07亿元，净利润0.05亿元。

东阳服装成立于1996年9月4日，注册资本2000万元（花园集团持股比例20.00%，浙江花园集团控股有限公司持股比例80.00%），其主要业务为：服装、毛毯、服装装饰品（帽、围巾、鞋）、床上用品、毛巾、窗帘布及家纺用品制造，经营自产产品及技术的出口业务；经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定公司经营和国家禁止进出口的商品及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务；服装水洗、漂洗、沙洗服务。2011年，东阳服装实现营业收入2.51

亿元，利润总额0.37亿元，净利润0.28亿元。

老汤火腿成立于1998年7月6日，注册资本1480万元（花园集团持股比例20.00%，浙江花园集团控股有限公司持股80.00%），经营业务为生产加工肉及肉制品，2011年实现营业收入1.48亿元，利润总额0.19亿元，净利润0.17亿元。

花园农业成立于2005年12月1日，注册资本6000万元（花园集团持股比例15.00%，浙江花园集团控股有限公司持股比例85.00%），经营范围包括农业项目的投资、开发、利用、服务；园林绿化工程；农副产品销售。花园农业下设：东阳市花园生态农业有限公司；东阳市花园园艺工程有限公司；东阳市花园粮油农贸有限公司。2011年实现营业收入1.51亿元，利润总额0.09亿元，净利润0.07亿元。

7. 经营效率

2009～2011年，公司营业收入年均增长36.35%，营业成本年均增长39.10%，受原材料和人力成本上升影响较大，其收入增幅低于成本增幅。

2009～2011年，因公司不断加强销售渠道拓展以及严格控制回款周期，公司销售债权周转次数呈上升趋势，2011年为13.56次；公司存货周转次数有所波动，2011年为8.11次；总资产周转次数有所提高，2011年为1.99次。总体来看，公司经营效率尚可。

8. 在建工程与未来发展

公司将继续走多元化发展之路，在立足做精做强生物医药主业的前提下，稳步发展建筑业、进出口贸易、铜业等业务，加大投资，扩建产能，不断提高竞争力。主要投资项目有：

①年产10万吨高精度宽幅紫铜板带项目（浙江昌兴铜业有限公司）

公司所研发生产的高精度紫铜板、带等系列产品，符合国家铜产品向高精度、新材料、深加工方向发展，并鼓励废杂金属回收利用，大力发展循环经济的产业政策。公司的产品广

泛应用于变压器、大中型电机、高低压电器、直流电机换向器等制造部门和电气化铁路、城市轨道交通部门。该项目预计总投资 6.70 亿元（含全部流动资金），项目建设期 2 年，达产后，预计可实现年销售收入 58.00 亿元。

②年产 1.8 亿平方米新型纸包装材料项目（浙江花园包装有限公司）

项目通过增设国际和国内领先的生产设备，不断进行技术改进和技术革新，打造核心性关键技术。通过一定的方式，同高等院校、科研机构建立定向联系，把先进的科研成果迅速转化成生产力，开发新产品。公司将尽力协调好产业链上下游企业的关系，与之建立有责任、诚信共赢的战略伙伴关系，建立从原材料供应到成品交货的理想运行系统，并提高运行效率和质量，通过各种优化手段，提高产品质量，控制生产成本，最终形成“瓦楞纸板—瓦楞纸箱—印刷”产业链，力争将公司打造成为浙江地区包装行业的领先企业。项目总投资 2.56 亿元，建设期 1.5 年，达产后预计可实现年销售收入 6.30 亿元。

③东阳市红木家具展示中心项目（东阳市花园红木家具开发有限公司）

木制品产业是东阳木雕工艺美术之乡的传统产业，东阳南马镇现有木线、红木家具、仿

古工艺品生产加工的企业共计 530 多家，有 80%集中在该区域，已形成一定的产业集群。花园红木家具展示中心项目将打造展示功能完整、配套设施齐全、展示功能区合理，且符合现代商业气息的大型红木家具展示销售市场，该项目总建筑面积 19.12 万平方米，总用地面积 7.42 万平方米，计划总投资 7.60 亿元，项目建设期 3 年；达产后，预计可实现年均营业收入 1.59 亿元，年利润总额 1.12 亿元，项目所得税后财务内部收益率为 12.99%，投资利润率为 14.9%，投资回收期（含 3 年建设期）9.12 年。

④年产 10 万只老汤火腿生产化加工技改项目（浙江老汤火腿食品有限公司）

为扩增 10 万只老汤火腿的生产能力，公司将在浙江省东阳市花园第二工业区新建花园火腿厂生产综合楼，增建老汤火腿加工生产线以及相关配套设施。此项目以两头乌为原材料，以精湛的传统制作工艺为基础，结合现代科学方法对老汤火腿进行系列化地加工，形成色香味俱全的精美火腿加工产品。目前，该项目预计总投资 0.96 亿元，项目建设期 2 年，达产后，预计可实现年销售收入 0.18 亿元，投资回收期 3.2 年。

整体看，未来公司投资规模较大，对外融资需求将上升。

表 23 公司未来投资项目（单位：亿元）

主要项目名称	总投资	资金筹措		建设期	截至 2012 年 9 月底已投资额
		融资	自筹		
年产 10 万吨高精度宽幅紫铜板带项目	6.70	4.00	2.70	2012.04 ~ 2014.04	0.02
年产 1.8 亿平方米新型纸包装材料项目	2.56	1.00	1.56	2012.04 ~ 2013.03	0.90
东阳市红木家具展示中心项目	7.60	5.00	2.60	2010.05 ~ 2013.05	4.0
年产 10 万只老汤火腿生产化加工技改项目	0.96	0.60	0.36	2012.04 ~ 2014.04	0.4
合计	17.82	10.60	7.22	--	5.90

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2009~2011 年度财务报表已经浙江普华会计师事务所有限公司审计，均出

具了标准无保留意见的审计报告。自 2009 年 1 月 1 日起公司开始执行财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。2012 年第三季度的财务数据未经审计。

公司合并报表范围中，2010 年新增浙江

昌兴铜业有限公司和浙江花园电子器材有限公司，上述两家公司均于2010年新注册成立。公司2011年~2012年9月底合并范围无变化。

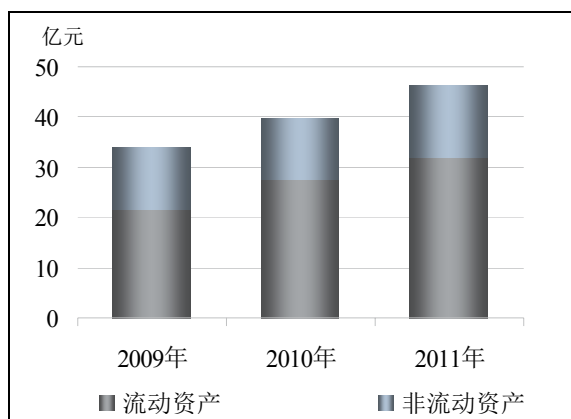
截至2011年底，公司（合并）资产总额46.31亿元，所有者权益合计27.12亿元（其中少数股东权益1.99亿元）；2011年，公司实现营业收入85.40亿元，利润总额6.44亿元。

截至2012年9月底，公司（合并）资产总额53.04亿元，所有者权益合计30.61亿元（其中少数股东权益2.52亿元）；2012年1~9月，公司实现营业收入69.96亿元，利润总额4.45亿元。

2. 资产质量

2009~2011年，公司资产总额保持稳定增长态势，年均复合增长17.12%。截至2011年底，公司资产总额为46.31亿元，同比增长16.56%，主要来自流动资产的增加。资产构成中，流动资产合计占比为68.75%，非流动资产合计占比为31.25%。公司资产构成以流动资产为主。

图7 2009~2011年公司资产构成



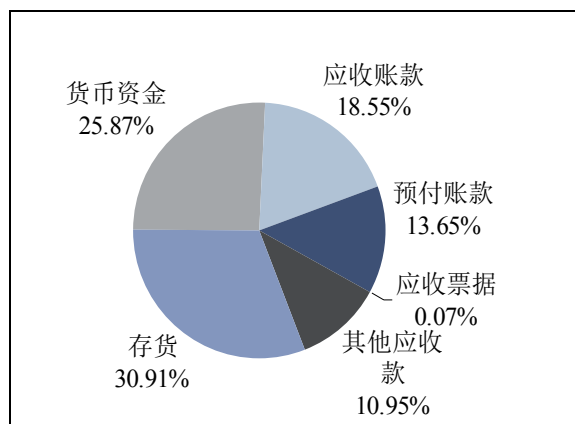
资料来源：公司审计报告

流动资产

2009~2011年，公司流动资产呈较快增长态势，年均复合增长21.41%。截至2011年底，公司流动资产合计为31.84亿元，较上年同期增长15.42%，主要是由于货币资金、其他应收款和存货的增加所致。流动资产构成中，主要以货币资金、应收账款、其他应收款、预付账

款和存货为主。

图8 2011年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009~2011年，公司货币资金年均复合增长24.87%。截至2011年底，货币资金合计8.24亿元，同比增长28.49%，主要为收入增加导致的增长以及借款所获得的资金。货币资金构成中几乎全部为银行存款（占比99.99%），其中所有权受到限制的为1.53亿元，主要为票据、信用证保证金和用于质押办理银行贷款。

截至2011年底，公司应收票据余额为0.02亿元，同比大幅下降95.38%，主要原因是应收票据到期兑付所致。

2009~2011年，公司应收账款年均复合增长10.84%，主要为花园建设应收工程款，花园药业及花园高科应收货款。截至2011年底，应收账款账面价值为5.90亿元，同比下降4.01%，主要是因公司加大了应收账款的催收力度，减少了应收账款发生额，保证销售货款的及时回笼。从账龄上看，1年以内的占87.12%，1~2年的占9.29%，2~3年的占3.59%，公司共计提了0.01亿元的坏账准备，计提比例为0.19%，计提充分性一般。公司应收账款前五大客户欠款金额为0.59亿元，占应收账款总额的9.96%，集中度较低。总体看，公司应收账款占流动资产的比例较低，账龄较短，客户集中度较低，整体应收账款回收风险较小。

表 24 2011 年底公司应收账款欠款金额前五名客户情况 (单位: 万元)

欠款客户	金额	占应收账款总额比例 (%)
铜陵有色金翔物资有限责任公司	1767.00	2.99
张家港禾硕国际贸易有限公司	1161.90	1.96
Adisseo Life Sciencce CO.LTD	1159.37	1.96
海安县耀华工贸有限公司	909.20	1.54
京东方科技集团股份有限公司	881.14	1.49
合计	5878.60	9.94

资料来源: 公司提供

2009~2011 年, 公司预付账款年均复合增长 12.52%。截至 2011 年底, 预付账款 4.34 亿元, 同比增长 22.06%, 其中账龄在一年以内的占 99.34%, 1~2 年的占 0.66%, 账龄较短; 付款单位前 5 名占预付账款总额的 11.27%, 集中度较低。公司预付账款主要为工程预付款; 子公司祥云科技的技改设备和原材料采购预付款; 三级子公司花园建设的建材采购预付款; 子公司杭州进出口的进口商品预付款。

2009~2011 年, 公司其他应收款年均复合增长 80.90%。截至 2011 年底, 其他应收款余额 3.49 亿元, 同比大幅增长 43.96%, 主要为子公司花园建设尚未收取的工程款。从账龄上看, 1 年以内的占 70.05%, 1~2 年的占 20.95%, 2~3 年的占 8.96%, 3 年以上的占 0.04%, 公司共计提了 0.01 亿元的坏账准备, 计提比例为 0.30%, 计提充分性一般。公司应收账款前五大客户欠款金额为 0.57 亿元, 占应收账款总额的 16.43%, 集中度较低。

2009~2011 年, 公司存货年均复合增长 20.05%。截至 2011 年底, 存货账面余额为 9.84 亿元, 同比增长 15.44%。存货构成中主要为原材料 (占 12.88%)、半成品 (占 11.02%)、库存商品 (占 50.50%) 和工程施工 (占 20.14%)。库存商品主要为花园建设的工程物资, 杭州进出口公司、祥云科技、昌兴铜业、花园高科及花园药业等公司的在产品, 2011 年底公司对库存商品共计提了 0.09 亿元的跌价准备。

非流动资产

2009~2011 年, 公司非流动资产呈波动增长态势, 三年分别为 12.16 亿元、12.14 亿元和 14.47 亿元, 其中 2011 年较上年同期增长 19.15%。非流动资产构成中, 主要以固定资产 (占 77.10%)、在建工程 (占 4.59%)、长期股权投资 (占 5.39%) 和无形资产 (占 12.55%) 为主。

截至 2011 年底, 公司长期股权投资合计 0.78 亿元, 同比大幅增长 419.73%, 主要是公司新增对五村集团、浙江省东阳市花园建筑劳务有限公司、辽宁花园建设有限公司、东阳市宏业建筑有限公司、东阳市花园印刷有限公司、东阳市花园木材有限公司和东阳市花园市场管理服务有限公司的投资共计 0.63 亿元, 其余的为公司在 2010 年对中国农业银行的长期股权投资。

2009~2011 年, 公司固定资产波动不大, 年均复合增长 9.54%。截至 2011 年底, 固定资产原值为 13.89 亿元, 同比增长 13.86%, 构成主要为房屋及建筑物 (占 64.86%)、机器设备 (占 23.40%)、运输设备 (占 4.72%) 和电子及其他设备 (占 7.01%)。截至 2011 年底, 公司累计计提固定资产折旧 2.73 亿元, 提取减值准备 28.78 万元; 2011 年底固定资产账面价值为 11.16 亿元。

2009~2011 年, 公司在建工程年均复合减少 18.25%。截至 2011 年底, 在建工程为 0.66 亿元, 同比增长 146.45 %, 主要来自针剂车间、净化工程、羊毛脂综合利用项目、光化车间改造和土地环评等项目建设。

截至 2011 年底, 公司无形资产为 1.82 亿元, 较上年增长 6.97%, 主要为土地使用权 (占 95.90%)、用友财务软件 (占 0.03%) 和技术转让费 (占 4.07%)。公司的土地使用权大部分用于抵押贷款, 共计抵押金额 1.73 亿元。

截至 2012 年 9 月底, 公司资产总额为 53.04 亿元, 较 2011 年底增长 14.54%。资产构成中, 公司流动资产占比为 65.77%, 非流动资产占比为 34.23%, 基本上保持稳定。流动资产构成中,

应收账款较上年底增长 12.65%，主要是由于公司销售规模扩大所致；其他应收款较 2011 年底增长 22.48%，主要是由于公司子公司花园建设承接工程后的项目垫资款增长所致；存货较 2011 年底增长 14.32%，主要是由于花园建设工程物资以及库存商品的增加；非流动资产中，长期股权投资 2.38 亿元，较 2011 年底增长 205.23%，主要为公司新增对浙江花园包装有限公司（0.43 亿元）、浙江吉泰投资有限公司（1.00 亿元）和浙江花园影视文化传媒有限公司（0.17 亿元）的投资；在建工程 3.08 亿元，较 2011 年底大幅增长 363.52%，主要是由于公司对东阳市红木家具展示中心等项目的投资增长所致。

总体看，公司资产规模保持增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中，主要以货币资金、应收账款和存货为主；非流动资产中以固定资产为主。公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2009~2011 年，公司所有者权益呈较快增长态势，年均复合增长 16.46%。截至 2011 年底，公司所有者权益合计为 27.12 亿元（含少数股东权益 1.99 亿元），较上年底增长 33.95%，主要来自实收资本和盈余公积的快速增长。归属于母公司所有者权益构成中，实收资本占 39.80%，资本公积占 8.81%，盈余公积占 6.51%，未分配利润占 44.88%。2011 年底，公司实收资本同比增长了 122.22%，主要是由于公司于 2011 年 4 月通过股东决议，增加注册资本 5.50 亿元，其中货币出资 2.00 亿元，未分配利润转增资本 3.50 亿元；盈余公积同比增长 68.19%，主要是由于公司本年度未分配利润转增所致。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计为 30.61 亿元（含少数股东权益 2.52 亿元），较 2011 年底增长 12.88%，其中未分配利润为 14.24 亿元，较上年底增长 26.32%。公司所有者权益中其他项目无变化。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2009~2011 年，随着公司经营规模的扩大，公司的负债规模增长速度也较快，三年年均复合增长 18.07%。截至 2011 年底，公司负债合计 19.19 亿元，较上年底回落 1.51%。负债构成中，流动负债占 92.81%，非流动负债占 7.19%。公司负债以流动负债为主。

2009~2011 年，公司流动负债年均复合增长 21.69%。截至 2011 年底，公司流动负债合计 17.81 亿元，同比下降 0.51%，构成主要为短期借款、应付账款和应付票据，其中短期借款占流动负债比重较大（占 84.51%）。

截至 2011 年底，公司短期借款 15.05 亿元，同比增长 18.47%，其中保证借款 14.08 亿元（占 93.52%），抵押借款 0.98 亿元（占 6.48%）；公司应付票据 0.57 亿元，同比下降 51.70%，全部为银行承兑汇票；公司应付账款 0.87 亿元，同比下降 68.13%，主要为原材料采购款和子公司花园建设的工程款；公司预收款项 0.49 亿元，同比大幅增长 200.38%，主要为公司产品销售定金以及红木家具市场预收租金。

截至 2011 年底，公司非流动负债合计 1.38 亿元，同比下降 12.80%。公司的非流动负债主要为长期借款（占 92.72%）。

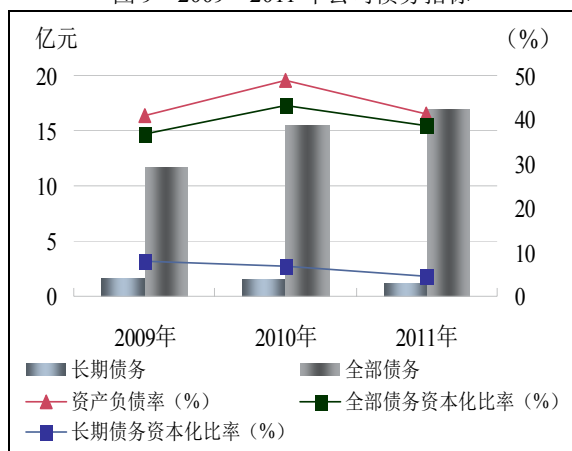
截至 2011 年底，公司长期借款 1.28 亿元，同比下降 13.51%，其中保证借款 0.40 亿元（占 31.25%），抵押借款 0.88 亿元（占 68.75%）。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 22.43 亿元，较上年底增长 16.89%，其中流动负债为 21.39 亿元（占比 95.36%），非流动负债为 1.04 亿元（占比 4.64%），流动负债在负债合计中占比有所增加。公司流动负债中，短期借款较 2011 年底增长 13.63%；应付票据和应付账款较上年底分别增长 56.26%和 117.59%，主要为建设公司应付的工程款增长所致；其他应付款 0.60 亿元，较上年底增长 113.66%。

2009~2011 年，公司全部有息债务年均复合增长 20.50%。截至 2011 年底，公司全部债

务总额为 16.94 亿元，同比增长 9.94%，其中短期债务 15.66 亿元（占 92.44%），同比增长 12.43%，主要来自短期借款的增长；长期债务 1.28 亿元（占 7.56%），同比下降 13.51%，全部为长期借款。截至 2012 年 9 月底，公司全部债务为 19.15 亿元，较 2011 年底增长 13.02%，其中短期债务 18.11 亿元，占全部债务的 94.57%，占比较 2011 年底上升 2.12 个百分点；长期债务 1.04 亿元，较上年下降 18.75%。

图 9 2009~2011 年公司债务指标



资料来源：公司审计报告

2009~2011 年，公司资产负债率呈波动态势，三年分别为 40.78%、49.04%和 41.44%。近三年，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别呈下降和波动下降趋势，2011 年底为 4.51%和 38.45%，同比分别下降 2.30 和 4.77 个百分点。截至 2012 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.29%、38.48%和 3.29%，较上年底分别增长 0.85、0.03 和下降 1.22 个百分点。公司总体负债水平较低，债务负担较轻。

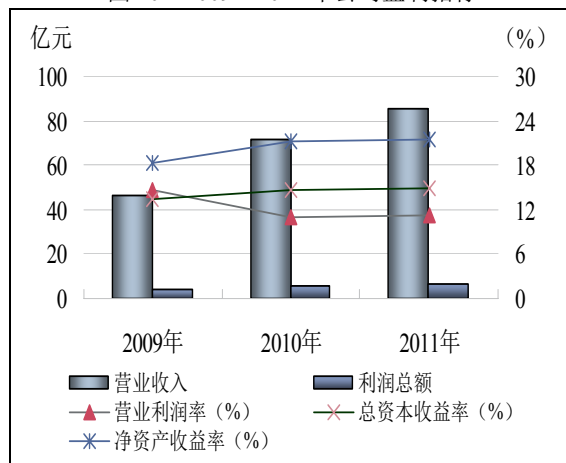
总体看，公司债务结构中短期债务占比较大，负债结构有待改善。流动负债中，短期借款占比较大，非流动负债主要为长期借款。公司整体负债水平适宜，债务负担较轻。预计未来几年公司债务负担将有所加重。

4. 盈利能力

2009~2011 年，公司营业收入保持较快增

长，年均复合增长 36.35%。2011 年，公司实现营业收入 85.40 亿元，同比增长 19.52%。公司销售经营规模的扩大导致公司各项成本和开支增加，近三年公司的营业成本年均复合增长 39.10%，其中 2011 年为 74.47 亿元，同比增长 19.27%，略低于营业收入增幅 0.25 个百分点。

图 10 2009~2011 年公司盈利指标



资料来源：公司审计报告

2009~2011 年，公司的期间费用年均复合增长 17.78%，2011 年为 3.51 亿元，较上年增长 31.91%，占营业收入比重的 4.12%，主要是由于销售费用中的运输成本、管理费用中的人员工资以及财务费用中的利息支出增加所致。

2009~2011 年，公司营业外收入年均复合增长 284.54%，2011 年为 0.43 亿元，同比大幅增长 82.70%，主要为公司收到的政府补贴。近三年公司营业外支出年均复合增长 0.88%，2011 年为 88.16 万元。

2009~2011 年，公司实现利润总额和净利润年均复合增长率分别为 23.35%和 21.20%，2011 年分别为 6.44 亿元和 5.06 亿元，同比分别增长 18.26%和 18.56%。

盈利指标方面，2010 年公司营业利润率为 11.05%，较上年回落 3.64 个百分点，2011 年为 11.15%。2009~2011 年公司净资产收益率和总资产收益率均呈小幅上升态势，2011 年分别为 21.37%和 14.81%，同比分别上升 0.15 和 0.13 个百分点。

2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 69.96

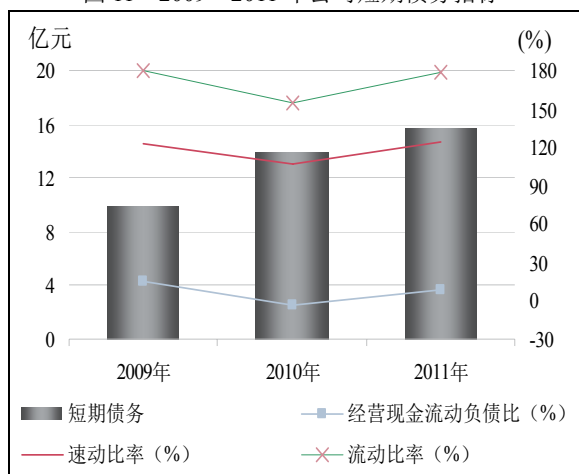
亿元，为 2011 年全年收入的 81.92%；利润总额和净利润分别为 4.45 亿元和 3.49 亿元，分别为 2011 年全年的 69.11%和 68.99%。公司营业利润率为 10.81，较上年下降 0.34 个百分点。

总体看，公司经营情况良好，销售规模扩大，收入与利润保持增长；受成本上涨影响，公司整体盈利能力有所下滑。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011 年公司流动比率和速动比率有所波动，2011 年底，公司流动比率和速动比率分别为 178.76%和 123.52%，同比分别上升 24.67 和 17.04 个百分点；截至 2012 年 9 月底，流动比率和速动比率分别为 163.07%和 110.49%，较上年底略有回落。2009~2011 年，公司经营现金流动负债比分别为 14.82%、-2.98%与 9.00%。综合看，公司短期偿债能力尚可。

图 11 2009~2011 年公司短期债务指标

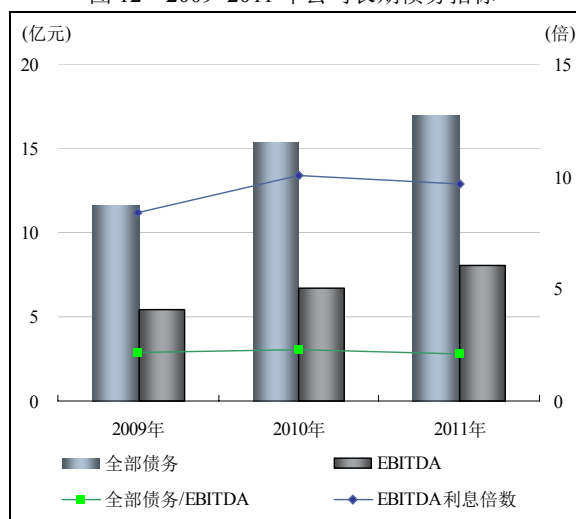


资料来源：公司审计报告

从长期偿债能力指标看，2009~2011 年公司 EBITDA 呈较快增长趋势，年均复合增长 22.12%，其中 2011 年为 8.08 亿元，同比增长 20.87%；同期利息支出总额分别为 0.65 亿元、0.67 亿元和 0.84 亿元；公司 EBITDA 利息倍数分别为 8.39 倍、10.04 倍和 9.65 倍。2009~2011 年，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.15 倍、2.30 倍和 2.10 倍。综合看，公司 EBITDA 对长

期债务的保护能力较好。

图 12 2009~2011 年公司长期债务指标



资料来源：公司审计报告

截至 2012 年 9 月底，公司对外担保余额为人民币 4.78 亿元，占净资产的比重为 15.62%。公司对外担保规模较大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表 25 截至 2012 年 9 月底公司对外担保明细

(单位：亿元)

担保企业	担保余额
万事利集团有限公司	1.58
浙江浙大网新集团有限公司	0.50
浙江海天建设集团有限公司	2.70
合计	4.78

资料来源：公司提供

截至 2012 年 9 月底，公司共获得各家商业银行授信总额为 43.56 亿元，尚未使用的额度为 22.72 亿元。公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201212829715），截至 2012 年 12 月 4 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司业务板块多元化发展，在一定程度上

有助于分散风险。未来随着中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级，公司主导行业维生素类生物医药的市场前景良好。

目前，公司经营情况良好，资产与收入规模保持增长，盈利水平有所下滑但总体较为稳定，债务负担有所上升，整体偿债能力保持在较好水平。

基于对公司自身经营和财务风险，以及所处主要行业、浙江省区域经济水平状况的综合分析，总体看，公司整体抗风险能力正常。

八、结论

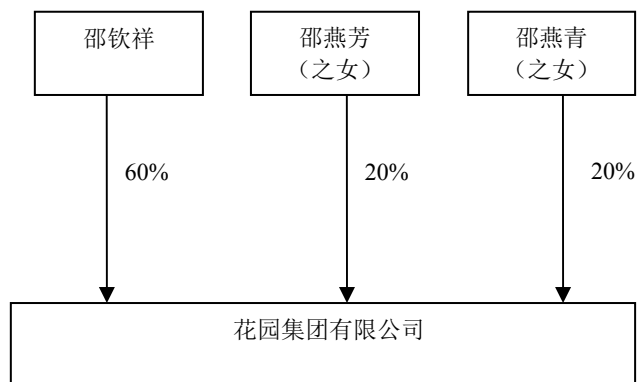
未来随着中国居民人均收入不断提高以及医疗消费的升级，维生素类生物医药的市场前景良好；受益于城市化进程加快、保障房与新农村建设等因素，公司建筑业务发展良好；中国铜板带材的消费水平较发达国家相比仍有相当大的市场发展空间。

公司作为全球最大的维生素 D₃ 生产供应商，具备原材料供应稳定，研发技术领先、市场占有率高，以及拥有一定定价权等综合优势；建筑板块资质较为齐全，已签施工合同项目量较为充足；进出口贸易方面，近三年公司通过加大进口规模与促进内贸发展，进出口规模保持增长；铜业加工方面，公司向高质量、高精度的铜板带材方向发展，计划进一步扩大产能，近三年产销量不断增长。

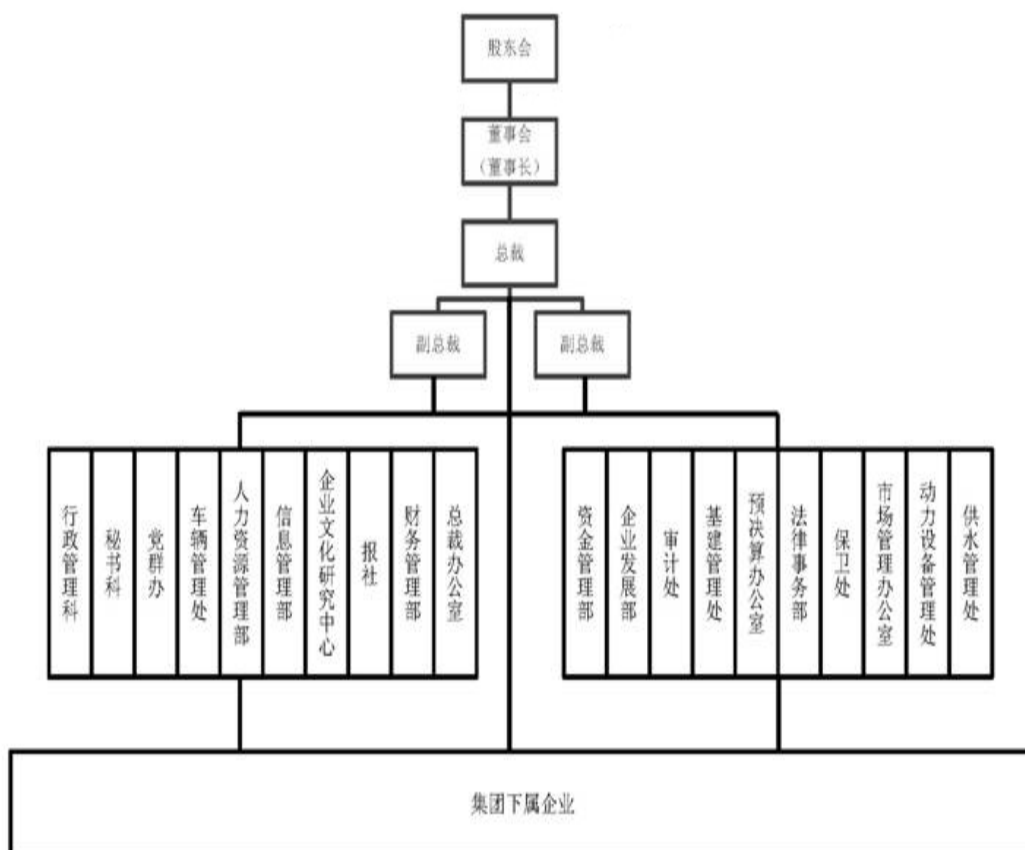
目前，公司资产规模保持增长，资产结构以流动资产为主，整体资产质量尚可。公司经营状况良好，收入与利润规模呈增长态势，营业利润率有所下滑，但近两年总体维持在适宜水平，债务负担有所上升，整体偿债能力保持在较好水平；公司对外担保规模较大，担保比率较高，存在一定或有负债风险。

总体看，公司主体信用风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 2011 年底公司下属子公司

序号	公司名称	级次	注册资本（万元）	表决权比例（%）
1	浙江祥云科技股份有限公司	1	30000	86.63
2	浙江花园集团控股有限公司	1	10380	70
3	东阳市花园旅游发展有限公司	1	100	100
4	东阳市花园职业技术学校	1	500	100
5	东阳市南马镇花园幼儿园	1	500	100
6	浙江花园生物科技股份有限公司	2	6800	50.57
7	浙江花园药业有限公司	2	6000	88.3
8	浙江昌兴铜业有限公司	2	8000	100
9	浙江花园电子器材有限公司	2	1000	90
10	杭州洛神科技有限公司	2	8000	70
11	浙江花园农业发展有限公司	2	6000	100
12	花园工贸集团杭州进出口有限公司	2	8656	100
13	花园集团东阳服装有限公司	2	2000	100
14	浙江老汤火腿食品有限公司	2	1480	100
15	东阳市花园房地产开发有限公司	2	1200	100
16	东阳市花园大厦有限公司	2	1000	100
17	东阳市花园红木家具开发有限公司	2	1000	100
18	花园集团东阳化工有限公司	2	800	100
19	浙江省东阳市花园物资有限公司	2	480	90
20	东阳市花园印刷有限公司	2	420	100
21	浙江省东阳市花园旅行社有限公司	2	100	100
22	浙江东阳花园健身休闲有限公司	2	200	90

资料来源：公司提供

附件 1-4 专用技术词语释义

维生素 D ₃	活性的 7-脱氢胆固醇。由 7-脱氢胆固醇经紫外线照射后生成。实际上它是一种激素原，本身无活性，需先在肝脏中代谢成 25-羟胆钙化醇，再在肾脏进一步羟基化后才有活性。
磁性材料	磁性材料与信息化、自动化、机电一体化、国防、国民经济的方方面面紧密相关。而通常认为，磁性材料是指由过度元素铁、钴、镍及其合金等能够直接或间接产生磁性的物质。
饲料添加剂	是指在饲料生产加工、使用过程中添加的少量或微量物质，在饲料中用量很少但作用显著。饲料添加剂是现代饲料工业必然使用的原料，对强化基础饲料营养价值，提高动物生产性能，保证动物健康，节省饲料成本，改善畜产品品质等方面有明显的效果。
食品添加剂	是为改善食品色、香、味等品质，以及为防腐和加工工艺的需要而加入食品中的 <u>化合物质</u> 或者天然物质。目前我国食品添加剂有 23 个类别，2000 多个品种，包括 <u>酸度调节剂</u> 、 <u>抗结剂</u> 、 <u>消泡剂</u> 、 <u>抗氧化剂</u> 、 <u>漂白剂</u> 、 <u>膨松剂</u> 、 <u>着色剂</u> 、 <u>护色剂</u> 、 <u>酶制剂</u> 、 <u>增味剂</u> 、 <u>营养强化剂</u> 、 <u>防腐剂</u> 、 <u>甜味剂</u> 、 <u>增稠剂</u> 、 <u>香料</u> 等。
硬胶囊剂	将一定量的药材提取物、药材提取物加药材细粉或辅料制成的均匀粉末或颗粒，充填于空心胶囊中制成的制剂。
片剂	将药材提取物、药材提取物加药材细粉或药材细粉与适宜辅料混匀压制而成的圆片状或异形片状的制剂。以口服普通片为主，也有含片、舌下片、口腔贴片、咀嚼片、分散片、泡腾片、阴道片、速释或缓释或控释片与肠溶片等。
茶剂	含茶叶或不含茶叶的药材或药材提取物制成的用沸水冲服、泡服或煎服的制剂。
冻干粉针剂	在无菌环境下将药液冷冻，将原料药“掺”在某些辅料或溶在某些溶剂中，经过一定的加工处理制成不同形式的制剂，就是我们所说的“冻干粉针剂”。
胆固醇	学名：5-胆烯-3-β-醇。在类固醇核的 C-3 上连接一羟基，而在 C-17 位上接有一条八碳或更多碳原子的脂族侧链。是由乙酰辅酶 A 通过异戊二烯单位的缩合反应而合成，可作为胆酸和类固醇激素的前体。动物组织中含有大量胆固醇，又以肾上腺、神经组织与胆汁最为富集。血浆中胆固醇水平过高，是引起动脉粥样硬化的危险因子。
羊毛脂	由 30 多种高分子脂族、类固醇与三类萜的醇生成的酯和多酯以及相同数目的脂肪酸组成。沉积在羊毛纤维上的绵羊皮脂腺的脂肪样分泌物。是从羊毛蜡纯化所获产品，正常时含有 25%~30% 的水，可广泛用做调制软膏的基质。
电解铜	将粗铜（含铜 99%）预先制成厚板作为阳极， <u>纯铜</u> 制成薄片作阴极，以硫酸（H ₂ SO ₄ ）和硫酸铜（CuSO ₄ ）的混和液作为电解液。通电后，铜从阳极溶解成 <u>铜离子</u> （Cu）向阴极移动，到达阴极后获得电子而在阴极析出纯铜（亦称电解铜）。粗铜中杂质如比铜活泼的铁和锌等会随铜一起溶解为离子（Zn 和 Fe）。由于这些离子与铜离子相比不易析出，所以电解时只要适当调节电位差即可避免这些离子在阳极上析出。比铜不活泼的杂质如金和银等沉积在 <u>电解槽</u> 的底部。这样生产出来的 <u>铜板</u> ，称为“电解铜”，质量极高，可以用来制作电气产品。沉淀在电解槽底部的称为“阳极泥”，里面富含金银，是十分贵重的，取出再加工有极高的经济价值。
饲料级维生素 D ₃ 油	饲料级维生素 D ₃ 油剂，规格自 100 万 I.U./g 至 4000 万 I.U./g 不等
饲料级维生素 D ₃ 粉	含 50 万 I.U./g 的饲料级维生素 D ₃ 粉
维生素 D ₃ 结晶	含有 4000 万 I.U./g 的纯品维生素 D ₃ 结晶
食品级维生素 D ₃ 油	食品级维生素 D ₃ 油剂，规格一般为 100 万 I.U./g、200 万 I.U./g、400 万 I.U./g
食品级维生素 D ₃ 粉	食品级维生素 D ₃ 粉，规格自 10 万 I.U./g 至 100 万 I.U./g 不等
高强瓦楞纸	是由挂面纸和通过瓦楞棍加工而形成的波形的瓦楞纸粘合而成的板状物，一般分为单瓦楞纸板和双瓦楞纸板两类，按照瓦楞的尺寸分为：A、B、C、E、F 五种类型。 瓦楞纸板是由面纸、里纸、芯纸和加工成波形瓦楞的瓦楞纸通过粘合而成

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	52821.26	64097.51	82358.84	24.87	81053.86
交易性金融资产					
应收票据	0.00	5143.79	237.49	--	25.00
应收账款	48059.47	61509.57	59042.10	10.84	66510.33
预付款项	34311.91	35589.00	43441.03	12.52	40567.61
应收利息					
应收股利					
其他应收款	10656.52	24223.36	34872.54	80.90	42711.30
存货	68270.76	85232.44	98388.40	20.05	112479.30
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	1889.55	59.27	57.13	-82.61	5517.97
流动资产合计	216009.47	275854.95	318397.54	21.41	348865.37
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	1500.00	7796.00	--	23796.00
投资性房地产					
固定资产	92973.15	99886.21	111564.33	9.54	107863.19
在建工程	9939.17	2695.23	6642.49	-18.25	30789.36
工程物资	247.28	146.53	68.11	-47.52	62.62
固定资产清理					109.76
无形资产	18154.63	16983.80	18167.55	0.04	18678.81
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	167.06	70.56	132.20	-11.04	91.55
递延所得税资产	0.00	97.44	182.89	--	184.61
其他非流动资产	135.65	68.45	152.86	6.15	0.00
非流动资产合计	121616.95	121448.22	144706.42	9.08	181575.89
资产总计	337626.42	397303.17	463103.97	17.12	530441.26

附件 2-2 资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	92497.00	127068.00	150532.11	27.57	171056.94
交易性金融负债					
应付票据	6500.00	11859.02	5727.50	-6.13	8949.97
应付账款	14561.11	27344.38	8714.24	-22.64	18961.51
预收款项	1827.08	1626.33	4885.14	63.52	2444.62
应付职工薪酬	921.59	1045.97	1363.71	21.64	1114.63
应交税费	2761.29	5502.75	3749.24	16.52	4262.68
应付利息	0.00	0.00	0.00	--	107.20
应付股利					
其他应付款	948.00	4222.11	2804.36	71.99	5991.81
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	259.41	355.82	341.10	14.67	1046.75
流动负债合计	120275.46	179024.38	178117.39	21.69	213936.12
非流动负债：					
长期借款	17400.00	14800.00	12800.00	-14.23	10400.00
应付债券					
长期应付款	0.00	1030.38	1004.67	--	0.00
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					7.25
非流动负债合计	17400.00	15830.38	13804.67	-10.93	10407.25
负债合计	137675.46	194854.77	191922.06	18.07	224343.37
所有者权益：					
实收资本（或股本）	45000.00	45000.00	100000.00	49.07	100000.00
资本公积	22056.16	22103.54	22129.02	0.17	22129.02
专项储备					
盈余公积	9389.03	9725.07	16356.85	31.99	16356.85
未分配利润	105619.86	111585.61	112747.96	3.32	142419.33
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	182065.05	188414.23	251233.83	17.47	280905.20
少数股东权益	17885.90	14034.18	19948.08	5.61	25192.70
所有者权益合计	199950.95	202448.40	271181.91	16.46	306097.89
负债和所有者权益总计	337626.42	397303.17	463103.97	17.12	530441.26

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1~9 月
一、营业收入	459349.65	714511.04	853975.51	36.35	699619.11
减: 营业成本	384872.96	624412.15	744709.87	39.10	612232.84
营业税金及附加	7012.81	11152.11	14013.78	41.36	11732.17
销售费用	7267.98	6703.44	8951.08	10.98	8649.00
管理费用	11713.46	13479.81	18053.86	24.15	14191.47
财务费用	6355.69	6461.57	8142.46	13.19	9371.36
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	359.83
加: 公允价值变动收益					
投资收益	0.00	0.00	53.43	--	10.73
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	42126.76	52301.97	60157.89	19.50	43093.15
加: 营业外收入	293.76	2377.54	4343.86	284.54	1531.88
减: 营业外支出	86.63	211.68	88.16	0.88	111.67
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	42333.88	54467.83	64413.59	23.35	44513.36
减: 所得税费用	7878.19	11780.32	13801.93	32.36	9597.38
四、净利润	34455.69	42687.51	50611.66	21.20	34915.99
其中: 归属于母公司所有者的净利润	32142.19	37129.90	43009.44	15.68	29671.37
少数股东损益	2313.50	5557.61	7602.21	81.27	5244.62

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	12 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	473663.33	749709.11	923979.97	39.67	804118.85
收到的税费返还	10614.74	10652.26	14552.20	17.09	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	944.09	4582.25	11666.45	251.53	6531.88
经营活动现金流入小计	485222.16	764943.62	950198.62	39.94	810650.73
购买商品、接受劳务支付的现金	415155.26	686097.90	822061.98	40.72	764035.94
支付给职工以及为职工支付的现金	7271.90	7984.96	9252.90	12.80	14447.15
支付的各项税费	27025.96	32522.23	44270.13	27.99	8494.56
支付其他与经营活动有关的现金	17947.31	43676.91	58586.26	80.68	17794.69
经营活动现金流出小计	467400.43	770282.01	934171.27	41.37	804772.33
经营活动产生的现金流量净额	17821.74	-5338.39	16027.35	-5.17	5878.39
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	6605.50	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	53.43	--	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收	0.00	9970.89	7.97	--	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净					
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	5954.42
投资活动现金流入小计	6605.50	9970.89	61.40	-90.36	5954.42
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支	14090.20	12737.03	24790.62	32.64	16000.00
投资支付的现金	3898.90	1500.00	6296.00	27.08	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净					
支付其他与投资活动有关的现金	4328.47	4326.57	0.00	-100.00	411.26
投资活动现金流出小计	22317.57	18563.60	31086.62	18.02	16411.26
投资活动产生的现金流量净额	-15712.08	-8592.72	-31025.22	40.52	-10456.84
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	152.26	0.00	20000.00	1046.10	0.00
取得借款收到的现金	87588.00	144210.59	180943.13	43.73	18124.83
收到其他与筹资活动有关的现金	1938.18	604.40	0.00	-100.00	0.00
发行债券收到的现金					
筹资活动现金流入小计	89678.44	144814.99	200943.13	49.69	18124.83
偿还债务支付的现金	79866.36	113239.59	159470.00	41.31	5380.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5054.54	6298.16	8193.67	27.32	9371.36
支付其他与筹资活动有关的现金	963.44	10.87	0.00	-100.00	0.00
筹资活动现金流出小计	85884.33	119548.62	167663.67	39.72	14751.36
筹资活动产生的现金流量净额	3794.11	25266.37	33279.45	196.16	3373.46
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	-59.02	-20.26	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	5903.77	11276.25	18261.33	75.87	-1204.98
加: 期初现金及现金等价物余额	46917.49	52821.26	64097.51	16.88	82358.84
六、期末现金及现金等价物余额	52821.26	64097.51	82358.84	24.87	81153.86

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
一、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	34455.69	42687.51	50611.66	21.20
加：资产减值准备	301.30	326.31	1338.69	110.79
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	4821.41	4844.00	6408.56	15.29
无形资产摊销	467.91	300.17	1171.49	58.23
长期待摊费用摊销	96.66	574.27	432.06	111.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	1260.11	-1.57	-1.69	--
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）	7.84	105.81	36.89	116.94
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00	--
财务费用（收益以“－”号填列）	3968.77	6234.81	8193.67	43.68
投资损失（收益以“－”号填列）	0.00	0.00	-53.43	--
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	0.00	-23.48	-85.45	--
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）	0.00	0.00	0.00	--
存货的减少（增加以“－”号填列）	-12252.87	-16961.68	-13155.96	3.62
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-10551.80	-36904.66	-41065.52	97.28
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	-4753.28	-6435.89	2200.16	--
其他	0.00	-83.98	-3.79	--
经营活动产生的现金流量净额	17821.74	-5338.39	16027.35	-5.17

附件 5 公司主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.58	12.46	13.56	--
存货周转次数(次)	6.08	8.14	8.11	--
总资产周转次数(次)	1.43	1.94	1.99	--
现金收入比(%)	103.12	104.93	108.20	114.94
盈利能力				
营业利润率(%)	14.69	11.05	11.15	10.81
总资本收益率(%)	13.49	14.60	14.80	--
净资产收益率(%)	18.32	21.22	21.37	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	8.01	6.81	4.51	3.29
全部债务资本化比率(%)	36.85	43.22	38.45	38.48
资产负债率(%)	40.78	49.04	41.44	42.29
偿债能力				
流动比率(%)	179.60	154.09	178.76	163.07
速动比率(%)	122.83	106.48	123.52	110.49
经营现金流动负债比(%)	14.82	-2.98	9.00	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.39	10.04	9.65	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.15	2.30	2.10	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.02	-0.09	-0.09	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.33	-2.09	-1.79	--

注：2012 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

联合资信评估有限公司关于 花园集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在花园集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

花园集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。花园集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注花园集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现花园集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如花园集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如花园集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送花园集团有限公司、主管部门、交易机构等。

